

Gruber, Torsten

**Book — Digitized Version**

Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursache geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion

Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 36

**Provided in Cooperation with:**

Peter Lang International Academic Publishers

*Suggested Citation:* Gruber, Torsten (2000) : Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursache geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion, Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 36, ISBN 978-3-631-75545-7, Peter Lang International Academic Publishers, Berlin, <https://doi.org/10.3726/b14049>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/182939>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Torsten Gruber

**Unterschiedliche  
geldpolitische  
Transmissions-  
mechanismen und  
Stabilitätskulturen  
als mögliche Ursache  
geldpolitischer  
Spannungen in  
der Europäischen  
Währungsunion**





Torsten Gruber

## **Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursache geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion**

Der Übergang zur Europäischen Währungsunion (EWU) bedeutet für die beteiligten Staaten die Aufgabe ihrer geldpolitischen Souveränität. Konnten die nationalen geldpolitischen Entscheidungsträger bislang auf die jeweiligen monetären Erfordernisse und Zielpräferenzen ihrer Volkswirtschaften Rücksicht nehmen, so muß die Europäische Zentralbank ihre Entscheidungen an den Gegebenheiten des gesamten Währungsgebiets ausrichten. Daher lassen sich die Bedingungen einer Übereinstimmung der monetären Erfordernisse, einer Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen und einer Konvergenz der Zielpräferenzen in den EWU-Staaten als zentrale Voraussetzungen für den Erfolg der vergemeinschafteten europäischen Geldpolitik ableiten. Die Überprüfung der Erfüllung dieser Bedingungen dient somit als wesentliche Grundlage zur Abschätzung der ökonomischen Erfolgsaussichten der EWU.

Torsten Gruber, geboren 1967 in Künzelsau. 1990 bis 1996 Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Hohenheim. 1992/93 Studienaufenthalt in Großbritannien. 1996 bis 1999 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Außenwirtschaft der Universität Hohenheim. Promotion im Oktober 1999. Der Autor ist seit Januar 2000 bei einem Kreditinstitut angestellt.

**Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen  
und Stabilitätskulturen als mögliche Ursache geldpolitischer Spannungen  
in der Europäischen Währungsunion**

# Hohenheimer Volkswirtschaftliche Schriften

Herausgegeben von  
Prof. Dr. Rolf Caesar, Prof. Dr. Harald Hagemann,  
Prof. Dr. Klaus Herdzina, Prof. Dr. Renate Ohr, Prof. Dr. Walter Piesch,  
Prof. Dr. Ingo Schmidt, Prof. Dr. Peter Spahn,  
Prof. Dr. Gerhard Wagenhals,  
Prof. Dr. Helmut Walter

**Band 36**



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Wien

Torsten Gruber

**Unterschiedliche  
geldpolitische  
Transmissionsmechanismen  
und Stabilitätskulturen  
als mögliche Ursache  
geldpolitischer Spannungen  
in der Europäischen  
Währungsunion**



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Wien

**Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme**

**Gruber, Torsten:**

**Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen  
und Stabilitätskulturen als mögliche Ursache geldpolitischer  
Spannungen in der Europäischen Währungsunion / Torsten  
Gruber. - Frankfurt am Main ; Berlin ; Bern ; Bruxelles ; New  
York ; Wien : Lang, 2000**

**(Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften ; Bd. 36)**

**Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1999**

**ISBN 3-631-36050-9**

Open Access: The online version of this publication is published  
on [www.peterlang.com](http://www.peterlang.com) and [www.econstor.eu](http://www.econstor.eu) under the interna-  
tional Creative Commons License CC-BY 4.0. Learn more on  
how you can use and share this work: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.



This book is available Open Access thanks to the kind support of  
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.

**Gedruckt auf alterungsbeständigem,  
säurefreiem Papier.**

**D 100**

**ISSN 0721-3085**

**ISBN 3-631-36050-9**

**ISBN 978-3-631-75545-7 (eBook)**

**© Peter Lang GmbH**

**Europäischer Verlag der Wissenschaften**

**Frankfurt am Main 2000**

**Printed in Germany 1 2 3 4 6 7**

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Hohenheim im Wintersemester 1999/2000 als Dissertation angenommen.

Das Vorwort bietet mir die Möglichkeit, allen jenen zu danken, die mit fachlichem Rat und Diskussion, mit moralischer Unterstützung oder finanzieller Hilfe zum Gelingen des Promotionsvorhabens beigetragen haben.

Mein besonderer Dank gilt Frau Prof. Dr. Renate Ohr, die diese Arbeit angeregt und betreut hat und mit kritischen, aber stets sehr konstruktiven Anmerkungen einen wesentlichen Beitrag zum Gelingen des Vorhabens geleistet hat. Herrn Prof. Dr. Rolf Caesar und Herrn Prof. Dr. Heinz-Peter Spahn danke ich für ihre Mitwirkung am Promotionsverfahren.

Darüber hinaus möchte ich meinen ehemaligen Kollegen am Lehrstuhl für Außenwirtschaft und am gesamten Institut für Volkswirtschaft für ihre inhaltliche, technische und persönliche Hilfe danken.

Für finanzielle Unterstützung danke ich der FAZIT-Stiftung, die mir in völlig unkomplizierter Weise ein Promotionsstipendium gewährte.

Abschließender Dank gebührt meiner Frau, meinen Eltern und meinen Freunden nicht nur für ihre sachliche Hilfe, sondern insbesondere auch für ihre moralische Unterstützung während der Promotion.

Kirchberg an der Murr, im Dezember 1999

Torsten Gruber



## Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis.....	XIV
Abbildungsverzeichnis.....	XVI
Abkürzungsverzeichnis.....	XVII
Symbolverzeichnis.....	XIX

### A. Problemstellung:

<b>Zum Konvergenzbedarf der nationalen geldpolitischen Transmissionsmechanismen und der Stabilitätskulturen in der Europäischen Währungsunion.....</b>	<b>1</b>
--	----------

### B. Theoretische Grundlagen zur Untersuchung der Geldpolitik in Europa..... 7

I. Die Problematik der Zeitinkonsistenz und der Glaubwürdigkeit diskretionärer Geldpolitik.....	7
1. Das deterministische Grundmodell der Zeitinkonsistenztheorie der Geldpolitik .....	8
2. Das Modell der Zeitinkonsistenztheorie unter Annahme adaptiver Erwartungen .....	13
3. Zusammenfassung der Ergebnisse des Zeitinkonsistenzmodells.....	14
II. Strategien zur Überwindung des Zeitinkonsistenzproblems der Geldpolitik ....	15
1. Regelbindungen der Geldpolitik.....	15
2. Der Aufbau von Reputation durch die Notenbank.....	17
3. Erhöhung der Notenbankunabhängigkeit, Berufung eines „konservativen“ Zentralbankgouverneurs und anreizsetzende Kontraktlösungen.....	19
4. Die Wechselkursanbindung als Instrument der Erhöhung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit.....	22
5. Das direkte Inflationsziel und geldpolitische Transparenz.....	24
III. Evaluierung der Ergebnisse des Zeitinkonsistenzmodells.....	25
IV. Die geldpolitische Konzeption einer Notenbank: Ziel, Zwischenziel, Instrumente und Transmissionsmechanismen.....	27
1. Das System von Endzielen, Zwischenzielen und Instrumenten als geldpolitische Konzeption einer Notenbank.....	27
2. Darstellung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen.....	28
2.1. Wirkungsmechanismen der Geldpolitik im Bankensektor und auf den Finanzmärkten.....	29
2.2. Wirkungsmechanismen der Geldpolitik im Unternehmens- und Haushaltssektor.....	31



<b>C. Beurteilung der Konvergenz der monetären Erfordernisse in der Europäischen Währungsunion.....</b>	<b>35</b>
I. Zur Möglichkeit von Inflationsdifferenzen in der Europäischen Währungsunion.....	35
II. Unterschiedliche geldpolitische Erfordernisse als Folge asymmetrisch wirkender Schocks.....	38
III. Leitzinsdifferenzen vor dem Übergang zur EWU als Indikatoren divergierender monetärer Erfordernisse.....	44
IV. Abschließende Überlegungen zur Problematik unterschiedlicher monetärer Erfordernisse in der Europäischen Währungsunion.....	46
<b>D. Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa anhand der Untersuchung der nationalen Finanzsysteme.....</b>	<b>49</b>
I. Die Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen als Erfolgsvoraussetzung der Europäischen Währungsunion.....	49
II. Beschreibung des institutionellen Rahmens der britischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen.....	51
1. Darstellung des britischen Bankensystems.....	51
1.1. Das britische Geschäftsbankensystem als Trennbankensystem.....	51
1.2. Die Diskonthäuser als institutionelle Besonderheit des britischen Finanzwesens.....	52
1.3. Die Aufgaben der building societies und anderer Finanzintermediäre.....	54
1.4. Die Entwicklung in Richtung Universalbankensystem als Folge von Deregulierungsmaßnahmen.....	55
2. Die britischen Finanzmärkte als Bezugspunkte der Geldpolitik.....	57
2.1. Der Diskontmarkt als Zentrum geldpolitischer Maßnahmen in Großbritannien.....	57
2.2. Die Parallelmärkte als alternative Liquiditätsmärkte des Finanzsektors.....	58
2.3. Der britische Kapitalmarkt.....	61
2.4. Zusammenfassung.....	61
3. Die Finanzstrukturen britischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen.....	62
4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der britischen Geldpolitik.....	66

III. Beschreibung des institutionellen Rahmens der französischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen.....	70
1. Darstellung des französischen Bankensystems.....	70
1.1. Kennzeichnung des Geschäftsbankensystems und anderer Finanzintermediäre.....	70
1.2. Die Entwicklung vom verstaatlichten, hochregulierten Sektor zum wettbewerbsfähigen Bankensystem.....	75
2. Die Entwicklung der französischen Finanzmärkte durch die staatlich gesteuerte Einführung von Finanzinnovationen.....	78
2.1. Der Übergang von einer Verschuldungswirtschaft zu einem marktorientierten Finanzsystems.....	78
2.2. Der Aufschwung des französischen Geldmarktes.....	80
2.3. Die wachsende Bedeutung des französischen Kapitalmarktes.....	82
2.4. Zusammenfassung.....	84
3. Die Finanzstrukturen französischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen.....	85
4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der französischen Geldpolitik.....	88
IV. Beschreibung des institutionellen Rahmens der italienischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen.....	91
1. Darstellung des italienischen Bankensystems.....	91
1.1. Beschreibung des Geschäftsbankensystems und anderer Finanzintermediäre.....	91
1.2. Reformen und Entwicklungstendenzen im italienischen Finanzsystem.....	94
2. Die Entwicklung der italienischen Finanzmärkte aufgrund des Innovationsbedarfs des Staates.....	99
2.1. Die mangelhafte Funktionsfähigkeit der italienischen Finanzmärkte vor den Reformen.....	99
2.2. Staatlicher Verschuldungsbedarf und das Ziel des Übergangs auf eine marktorientierte Geldpolitik als Auslöser von Finanzreformen.....	100
2.3. Zusammenfassung.....	106
3. Die Finanzstrukturen italienischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen.....	108
4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der italienischen Geldpolitik.....	112
V. Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen anhand eines Vergleichs der Finanzstrukturen in Europa.....	115
1. Bank- versus marktorientierte Finanzsysteme in der Europäischen Union.....	115

2. Vergleich der Finanzstrukturen der privaten Haushalte und Unternehmen.....	119
2.1. Vergleich der Vermögenshöhe und des Verschuldungsgrads der privaten Haushalte und Unternehmen.....	119
2.2. Vergleich der nationalen Verschuldungsstrukturen zur Einschätzung der spezifischen Zinssensitivitäten der europäischen Volkswirtschaften.....	122
2.3. Zusammenfassende Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen.....	124
3. Überprüfung der bei der Analyse der nationalen Transmissionsmechanismen gewonnenen Ergebnisse anhand von Modellsimulationen.....	125
3.1. Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsbilanzausgleich.....	125
3.2. Weitere Studien zur Beurteilung von Unterschieden bei den geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa.....	131
4. Abschließende Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen und Ausblick auf Entwicklungstendenzen durch die Einführung des Euro.....	133
 <b>E. Der Unabhängigkeitsgrad einer Notenbank als institutionelles Kriterium der Stabilitätskultur: Ein Vergleich der Stellung, Aufgaben und Instrumente der Bank of England, der Banque de France und der Banca d'Italia mit der Europäischen Zentralbank.....</b>	<b>139</b>
I. Theoretische Darstellung der Aspekte, Vor- und Nachteile von Notenbankunabhängigkeit.....	140
1. Beschreibung der Komponenten der Zentralbankunabhängigkeit.....	140
2. Vor- und Nachteile von Zentralbankautonomie.....	141
II. Die Bank of England.....	142
1. Die Funktionen und Organe der Bank of England und ihr Verhältnis zum Schatzamt.....	142
1.1. Die Bank of England als integraler Bestandteil der Exekutive.....	142
1.2. Die Stärkung der Unabhängigkeit der Bank of England 1997 als Maßnahme zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der britischen Geldpolitik.....	145
2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Großbritannien.....	149
2.1. Die Refinanzierungspolitik.....	149
2.2. Die Offenmarktpolitik.....	150
2.3. Die Mindestreservpolitik.....	153
2.4. Direkte Kontrollen.....	153
2.5. Die Politik der moral suasion.....	153

III. Die Banque de France.....	154
1. Die Funktionen, Organe und Rechtsstellung der Banque de France.....	154
2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Frankreich .....	157
2.1. Die Refinanzierungspolitik.....	157
2.2. Die Offenmarktpolitik.....	157
2.3. Die Mindestreservpolitik.....	159
2.4. Direkte Kontrollen.....	160
2.5. Die Politik der moral suasion.....	160
IV. Die Banca d'Italia.....	161
1. Die Funktionen und Organe der Banca d'Italia und ihr Verhältnis zum Schatzamt.....	161
2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Italien.....	164
2.1. Die Refinanzierungspolitik.....	164
2.2. Die Offenmarktpolitik.....	165
2.3. Die Mindestreservpolitik.....	166
2.4. Direkte Kontrollen.....	167
2.5. Die Politik der moral suasion.....	168
V. Vergleichende Beurteilung der gesetzlichen und faktischen Unabhängig- keit der Notenbanken Großbritanniens, Frankreichs und Italiens.....	169
VI. Das Europäische System der Zentralbanken.....	170
1. Organe und Rechtsstellung der Europäischen Zentralbank.....	170
2. Darstellung und Bewertung möglicher geldpolitischer Konzeptionen der Europäischen Zentralbank.....	172
2.1. Zur Frage eines geeigneten Zwischenziels: Geldmengensteuerung oder direktes Inflationsziel?.....	173
2.1.1. Bedingungen, Funktionsweise, Vor- und Nachteile der geldmengenorientierten Zwischenzielstrategie.....	173
2.1.2. Bedingungen, Funktionsweise, Vor- und Nachteile des direkten Inflationsziels.....	176
2.1.3. Beurteilung der Eignung eines Geldmengenziels oder eines Inflationsziels als geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank.....	177
2.1.4. Die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank.....	178
2.2. Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken.....	181
2.2.1. Die Offenmarktpolitik des ESZB.....	181
2.2.2. Die ständigen Fazilitäten des ESZB.....	184
2.2.3. Das Mindestreserveinstrument des ESZB.....	184
2.2.4. Beurteilung des Instrumentariums des ESZB.....	185

VII. Analyse des geldpolitischen Umstellungsbedarfs: Ein Vergleich der nationalen Notenbanken mit der Europäischen Zentralbank.....	185
1. Untersuchung des Umstellungsbedarfs bei den Zielen und Zwischenzielen der Geldpolitik.....	186
2. Mögliche Kosten durch die Vereinheitlichung des geldpolitischen Instrumentariums.....	187
2.1. Vergleich der geldpolitischen Hauptinstrumente.....	187
2.2. Vergleich der sonstigen Instrumente.....	192
2.3. Zusammenfassende Beurteilung des nationalen Umstellungsbedarfs durch die Vereinheitlichung der geldpolitischen Instrumente.....	194
<b>F. Die Geld- und Währungspolitik Großbritanniens, Frankreichs und Italiens seit dem Goldstandard als Maßstab zur Beurteilung des Stabilitätskonsenses in Europa.....</b>	<b>197</b>
I. Die Definition und Operationalisierung des Begriffs der Stabilitätskultur.....	198
II. Die britische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Der häufige Wechsel der geldpolitischen Konzeption und der Verlust der Glaubwürdigkeit.....	200
1. Die britische Geldpolitik während des Goldstandards vor und nach dem Ersten Weltkrieg.....	201
2. Keynesianisches demand management und das Währungssystem von Bretton Woods als Rahmen der britischen Geld- und Währungspolitik.....	205
2.1. Konstruktionsmerkmale des Währungssystems von Bretton Woods...	205
2.2. Die britische Geld- und Währungspolitik unter dem Primat des Vollbeschäftigungsziels: Das Diktat der Zahlungsbilanz und die Geldpolitik der direkten Eingriffe (1945-1971).....	206
2.3. Der geldpolitische Ansatz der competition and credit control (der new approach, 1971-1974).....	209
2.4. Charakterisierung des new new approach (1974-1979).....	212
3. Monetaristisch geprägte Geldpolitik in Großbritannien: Das „Thatcher-Experiment“ (1979-1985).....	213
4. Darstellung der Geld- und Währungspolitik von 1986 bis 1992: Der Wechselkurs als Zwischenzielgröße.....	225
5. Die Entwicklung der Geldpolitik seit dem Austritt aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus 1992: Die Strategie des direkten Inflationsziels.....	233
5.1. Die Vor- und Nachteile eines direkten Inflationsziels aus britischer Perspektive.....	233
5.2. Die Ausgestaltung und Umsetzung des direkten Inflationsziels in Großbritannien von 1992 bis 1997.....	235
5.3. Die Stärkung der Unabhängigkeit der Bank of England als konzeptionelle Ergänzung des direkten Inflationsziels (seit 1997).....	236
6. Fazit.....	237

III. Die französische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Der Franc im Spannungsfeld zwischen Hartwährungsanspruch und Vollbeschäftigungsziel.....	243
1. Die französische Geldpolitik im System des Goldstandards.....	243
2. Die französische Geldpolitik nach dem Zweiten Weltkrieg (1945-66): Die Instrumentalisierung der Geldpolitik für das Wachstumsziel.....	248
3. Der erste Versuch eines Übergangs zu einer indirekten Geldpolitik (1966-1972).....	255
4. Die zweite Phase der direkten Geldpolitik (1972-1983): Das encadrement du crédit.....	261
5. Der Wechselkurs als dominantes Zwischenziel: Die Politik des „Franc fort“ seit 1983.....	270
6. Fazit.....	279
IV. Die italienische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Die Belastung der Lira durch die Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik.....	282
1. Von der politischen Einigung des Landes bis zum Ersten Weltkrieg (1861-1913).....	282
2. Der Erste Weltkrieg und die Zwischenkriegsperiode (1914-1939).....	284
3. Der Zweite Weltkrieg und die fünfziger Jahre als Phase des Wachstums bei stabiler Währung (1939-1959).....	286
4. Stop-and-Go-Politik in den sechziger und siebziger Jahren (1960-1979).....	289
5. Das EWS als Disziplinierungsinstrument und zunehmende Unabhängigkeit für die Banca d'Italia (1979-1992).....	301
6. Die monetäre Integration Europas als Auslöser für grundlegende Reformen, die EWS-Krise 1992 und der Wiedereintritt 1996 (seit 1992).....	309
7. Fazit.....	315
V. Vergleich der geld- und währungspolitischen Geschichte Großbri- tanniens, Frankreichs und Italiens zur Beurteilung der Konvergenz der Stabilitätskulturen.....	320
1. Der Wandel der geldpolitischen Konzeptionen in Großbritannien, Frankreich und Italien im Querschnittsvergleich.....	320
2. Beurteilung der Entwicklung einer gemeinsamen Stabilitätskultur in Europa.....	324
3. Mögliche Folgen einer unzureichenden Konvergenz der geld- politischen Präferenzen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion.....	328
<b>G. Zusammenfassende Beurteilung möglicher Problembereiche einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik.....</b>	<b>333</b>
Literaturverzeichnis.....	343

## Tabellenverzeichnis

Tabelle A.1:	Wunsch und Möglichkeit einer EWU-Teilnahme bei Vertragsabschluß 1992.....	4
Tabelle C.1:	Regionalstruktur des Außenhandels der EWU-Staaten und Großbritanniens 1997.....	39
Tabelle C.2:	Sektorale Exportstruktur der EWU-Staaten und Großbritannien 1997.....	40
Tabelle C.3:	Leitzinsniveau in den EWU-Staaten und Großbritannien (Stichtag: 30.06.1998).....	45
Tabelle D.1:	Struktur des britischen Geldmarkts (September 1996).....	59
Tabelle D.2:	Geldmarktsegmente in Großbritannien, Frankreich und Italien.....	60
Tabelle D.3:	Finanzverbindlichkeiten britischer, französischer, italienischer und deutscher Unternehmen 1993.....	63
Tabelle D.4:	Kreditfristigkeit nach Sektoren in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland 1993.....	64
Tabelle D.5:	Anpassungsfähigkeit der Kreditzinssätze nach Sektoren in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland 1993.....	65
Tabelle D.6:	Zweigstellendichte des Bankensektors 1994.....	76
Tabelle D.7:	Durchschnittliche Laufzeit der italienischen Staatsverschuldung.....	102
Tabelle D.8:	Zusammensetzung des italienischen Markts für Regierungsanleihen 1995.....	103
Tabelle D.9:	Aufgliederung des italienischen Kapitalmarkts nach Emittenten 1995.....	107
Tabelle D.10:	Aufteilung des Finanzvermögens des Nichtstaatssektors in Italien...	110
Tabelle D.11:	Kennzahlen zur Bedeutung der nationalen Aktienmärkte 1996.....	116
Tabelle D.12:	Auswirkungen einer einprozentigen Leitzinserhöhung auf das Zinsniveau der Geschäftsbanken.....	118
Tabelle D.13:	Vermögensstand der privaten Haushalte 1993.....	120
Tabelle D.14:	Vermögensstruktur der privaten Haushalte 1993.....	121
Tabelle D.15:	Anteil kurzfristiger Kreditverträge am Gesamtkreditvolumen 1993.....	122
Tabelle D.16:	Aufteilung des Gesamtkreditvolumens nach dem Kriterium der Zinsanpassbarkeit 1993.....	123
Tabelle D.17:	Anpassungsfähigkeit der Zinssätze bei Immobilienkrediten 1993.....	124
Tabelle D.18:	Makroökonomische Auswirkungen einer zweijährigen Leitzinserhöhung im Modell des US Federal Reserve Boards.....	127
Tabelle D.19:	Entwicklung der Investitionsausgaben der Unternehmen .....	128
Tabelle D.20:	Makroökonomische Auswirkungen einer zweijährigen Leitzinserhöhung in den Modellen der nationalen Notenbanken.....	129
Tabelle D.21:	Zinselastizität des Outputs unter Ausschaltung inner-europäischer Wechselkurseffekte.....	133



Tabelle E.1:	Geldpolitische Konzeptionen der Notenbanken.....	187
Tabelle E.2:	Kennzeichen der Geldpolitik in Frankreich, Großbritannien und Italien.....	188
Tabelle E.3:	Die Bedeutung offenkampfpolitischer Instrumente in Groß- britannien, Frankreich und Italien.....	191
Tabelle F.1:	PSBR/GDP-Ziele bis 1990 und ihre Realisierung in Groß- britannien.....	217
Tabelle F.2:	Geldmengenziele und ihre Realisierung in Großbritannien.....	219
Tabelle F.3:	Schematische Übersicht über die geldpolitischen Konzeptionen in Großbritannien.....	239
Tabelle F.4:	Volkswirtschaftliche Kennzahlen Großbritanniens seit 1955.....	241
Tabelle F.5:	Kennzahlen der Staatsverschuldung im Frankreich der zwanziger Jahre.....	245
Tabelle F.6:	Leitkursanpassungen im EWS.....	265
Tabelle F.7:	Geldmengenziele und ihre Realisierung in Frankreich.....	266
Tabelle F.8:	Volkswirtschaftliche Kennzahlen Frankreichs seit 1955.....	281
Tabelle F.9:	Devisenkontrollen in Italien 1972-1986.....	293
Tabelle F.10:	TDC-Ziele in Italien und ihre Realisierung unter Einbe- ziehung finanzpolitischer Kennzahlen (1974-1980).....	298
Tabelle F.11:	Italienische Budgetdefizite und ihre Finanzierung 1966-1986.....	303
Tabelle F.12:	Geldmengen- und Inflationsziele und ihre Realisierung in Italien.....	304
Tabelle F.13:	Volkswirtschaftliche Kennzahlen Italiens seit 1955.....	318
Tabelle F.14:	Geldpolitische Konzeptionen vor Gründung der EWU.....	323
Tabelle G.1:	Einteilung der EWU-Staaten und Großbritanniens nach den Kriterien Arbeitsmarktflexibilität und Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks.....	340



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung B.1:	Die Zeitinkonsistenzproblematik im deterministischen Modell (mit $b > a$ ).....	10
Abbildung B.2:	Geldpolitische Transmissionsmechanismen.....	29
Abbildung D.1:	Schematische Darstellung der institutionellen Bestandteile des Finanzsystems einer Volkswirtschaft.....	50
Abbildung D.2:	Das britische Bankensystem.....	52
Abbildung D.3:	Das französische Bankensystem.....	71
Abbildung D.4:	Das italienische Bankensystem.....	91
Abbildung D.5:	Angenommene Veränderung des Leitzinsniveaus in der Modellsimulation.....	126
Abbildung E.1:	Stilisierte Darstellung der Zinssteuerung in Großbritannien, Frankreich, Italien und im ESZB.....	193
Abbildung F.1:	Übersicht über die Definitionen der Geldmengenaggregate in Großbritannien .....	216
Abbildung F.2:	Der Walters-Effekt: das Problem der „excess credibility“.....	228
Abbildung F.3:	Nominaler DM/Pfund-Wechselkurs und auf Basis von Verbraucherpreisen berechnete kaufkraftparitätische Entwicklung.....	231
Abbildung F.4:	Die italienische Staatsverschuldung 1861-1997.....	295
Abbildung F.5:	Verhältnis des Lira-Terminkurses zum ERM-Wechselkursband.....	302
Abbildung F.6:	Kreditgewährung der Banca d'Italia und des UIC an die Regierung.....	310
Abbildung F.7:	Nominaler DM/Lire-Wechselkurs und auf Basis von Verbraucherpreisen berechnete kaufkraftparitätische Entwicklung.....	311
Abbildung F.8:	Unterschiedliche Stabilitätskulturen im Indifferenzkurven-Phillipskurven-Modell.....	328

**Abkürzungsverzeichnis**

AMI	Agents des marchés interbancaires
Art.	Artikel
BbankG	Bundesbankgesetz
BCI	Banca Commerciale Italiana
BEQB	Bank of England Quarterly Bulletin
BIEB	Banca d'Italia Economic Bulletin
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BNL	Banca Nazionale del Lavoro
BNP	Banque Nationale de Paris
BoE	Bank of England
BOT	buoni ordinari del Tesoro
BTAN	bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté
BTP	buoni del Tesoro poliennali
c.p.	ceteris paribus
CCC	competition and credit control
CCT	certificati di credito del Tesoro
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
CDs	certificates of deposit
CENCEP	Centre National des Caisses d'Epargne et de Prévoyance
CICR	Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio
CNC	Conseil National du Crédit
CODEVI	Compte pour le développement industriel
CPM	Conseil de la politique monétaire
CTE	certificati del Tesoro euroscudi
CTO	certificati del Tesoro con opzione
CTZ	certificati del Tesoro zero-coupon
DCE	domestic credit expansion
Dec.	December
ECU	European Currency Unit
EG	Europäische Gemeinschaften
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Union
ENBAMM	Etablissement non bancaire admis au marché monétaire
ERM	European Exchange Rate Mechanism
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWS	Europäisches Währungssystem
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCP	Fonds commun de placement
GDP	gross domestic product

G 7	die sieben größten Industrienationen
HM	Her Majesty
HMSO	Her Majesty Stationary Office
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IBELs	interest-bearing eligible liabilities
IMI	Istituto Mobiliare Italiano
IRI	Istituto per la Ricostruzione Industriale
IWF/IMF	Internationaler Währungsfonds/International Monetary Fund
KPK	kurzfristige Phillipskurve
LDMA	London Discount Market Association
Libor	London interbank offered rate
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
LPK	langfristige Phillipskurve
Mass.	Massachusetts
MATIF	Marché à terme international de France
MIF	mercato italiano dei futures
MLR	minimum lending rate
MONEP	Marché des options négociables de Paris
MOT	mercato obbligazionari telematico
MTFS	medium term financial strategy
MTO	mercato telematico dei opzioni
MTS	mercato dei titoli di stato secondario
NCM	Neuklassische Theorie
Nov.	November
OAT	obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif valeurs mobilières
OPM	opérateurs principaux du marché
ORT	obligation renouvelable du Trésor
PSBR	public sector borrowing requirement
PSL2	private sector liquidity 2
RAR	reserve asset ratio
RPI	retail price index
RPIX	retail price index excluding mortgages
SICAF	Sociétés d'investissement à capitale fixe
SICAV	Sociétés d'investissement à capitale variable
SIF	Società di intermediazione finanziaria
sog.	sogenannte(s)
SSDS	supplementary special deposit scheme
SVT	Spécialiste en valeurs du Trésor
TDC	total domestic credit
UIC	Ufficio italiano dei cambi

### Symbolverzeichnis

a	Gewichtung des Geldwertstabilitätsziels in der sozialen Wohlfahrtsfunktion
b	Gewichtung des Beschäftigungsziels in der sozialen Wohlfahrtsfunktion
B	Geldbasis
C	Konsum
c	Phillipskurven-Parameter
e	Wechselkurs (in Preisnotierung)
h	Bargeldhaltungskoeffizient
I	Investitionsvolumen
i	Zinssatz
k	Proportionalitätsfaktor (bei der Bestimmung des gesellschaftlichen Beschäftigungsziels)
L	gesellschaftlicher Wohlfahrtsverlust
M	Geldmenge
m	Geldschöpfungsmultiplikator
P	Preisniveau
p	Inflationsrate
p <sup>e</sup>	Inflationserwartungen
r	Reservequotient
u	Arbeitslosigkeit
u*	natürliche Arbeitslosigkeit
v	Umlaufgeschwindigkeit des Geldes
y	reale Produktion/ Realeinkommen
y <sup>d</sup>	gesamtwirtschaftliche Nachfrage
z	Abdiskontierungszinssatz



## **A. Problemstellung:**

### **Zum Konvergenzbedarf der nationalen geldpolitischen Transmissionsmechanismen und der Stabilitätskulturen in der Europäischen Währungsunion**

Im Mai 1998 beschloß der Europäische Rat den Empfehlungen des Europäischen Währungsinstituts und der Europäischen Kommission folgend die Gründung der Europäischen Währungsunion (EWU) zum 1. Januar 1999 mit elf Teilnehmerstaaten. Der Übergang zur Europäischen Währungsunion bedeutet für die beteiligten Staaten die Aufgabe ihrer geldpolitischen Souveränität zugunsten einer gemeinsamen, vereinheitlichten Geldpolitik, deren Ausgestaltung durch eine supranationale Institution, die Europäische Zentralbank (EZB), bestimmt wird. Konnten die nationalen geldpolitischen Entscheidungsträger bislang auf die jeweiligen monetären Erfordernisse und Zielpreferenzen ihrer Volkswirtschaften Rücksicht nehmen, so wird die EZB ihre Entscheidungen an den Bedürfnissen des gesamten Währungsgebiets ausrichten müssen. Ebenso wird die EZB bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik nur sehr begrenzt auf nationale Besonderheiten des strukturellen Umfelds eingehen können. Diese auf die Geldpolitik einwirkenden nationalen Besonderheiten werden wesentlich von unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen (Aufbau und Struktur des Bankwesens und der Finanzmärkte) und von unterschiedlichen monetären Strukturen (Finanzierungsstrukturen des Privatsektors, Transmissionsmechanismen) geprägt, was sich bislang in länderspezifischen geldpolitischen Strategien und Instrumenten niederschlug. Zusätzlich sind die spezifischen realwirtschaftlichen Strukturen eines Landes (z.B. Arbeitsmarktstrukturen, Produktivitätsentwicklungen, Außenhandelsstrukturen) als Einflußfaktoren auf die Geldpolitik zu beachten.<sup>1</sup>

Erste Voraussetzung einer effizienten gemeinsamen Geldpolitik in Europa ist somit das Vorliegen einheitlicher geldpolitischer Erfordernisse in den Teilnehmerstaaten der EWU. Dieser Punkt verweist zum einen auf die Notwendigkeit einer hohen Synchronität des Konjunkturverlaufs innerhalb der EWU. Befindet sich eine Mehrheit der EWU-Staaten in einer Rezessionsphase, so ist die resultierende expansive Geldpolitik der EZB für die restlichen Staaten ungeeignet. Dort kann es in Folge zu einer Überhitzung des Wirtschaftsgeschehens, zu Inflationsdruck und zu Spekulationsblasen kommen. Daher birgt eine gemeinsame Geldpolitik die Gefahr einer Verschärfung der Konjunkturzyklen in einzelnen Staaten in sich, falls nicht EWU-weit einheitliche geldpolitische Erfordernisse vorliegen. Ein weiterer Aspekt dieses Arguments ist die Problematik asymmetrischer Schocks. Würden sich Änderungen der globalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen unterschiedlich auf einzelne Teilnehmer der EWU auswirken oder entwickelten sich aufgrund spezifischer nationaler Vorgänge die Volkswirtschaften uneinheitlich, so entstünde ebenfalls die Notwendigkeit einer differenzierenden Geldpolitik.

---

<sup>1</sup> Vgl. George (1997b), S. 1 und Ohr (1996d), S. 220.

Ein Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, zu beurteilen, inwieweit in den EWU-Staaten noch unterschiedliche geldpolitische Erfordernisse vorliegen oder entstehen könnten.

Eine effiziente Geldpolitik der EZB erfordert des weiteren eine möglichst weitreichende Übereinstimmung der geldpolitischen Ziele der Mitgliedstaaten. Im Zuge der europäischen Währungsintegration wurde versucht, diese Voraussetzung über eine gewisse Koordinierung der Wirtschaftspolitiken zu erreichen. Die Überprüfung der Währungsunionsaspiranten anhand von Konvergenzkriterien, in diesem Fall insbesondere anhand des Inflationskriteriums,<sup>2</sup> sollte die notwendige Zielkonvergenz absichern.<sup>3</sup> In Deutschland wurde dieser Problembereich der EWU vor allem unter dem Stichwort der Stabilitätskultur diskutiert. Darunter wurde im allgemeinen die Bedeutung des Geldwertstabilitätsziels in einer Volkswirtschaft verstanden.<sup>4</sup> Eine hohe Präferenz der gesamten Gesellschaft für Währungsstabilität gilt dabei als Voraussetzung für die Durchführung einer erfolgreichen, stabilitätsorientierten Geldpolitik. Der Chefvolkswirt der EZB, Issing, drückte dies einst wie folgt aus: „...Jede Gesellschaft hat letztlich die Inflationsrate, die sie verdient und im Grunde auch will...“<sup>5</sup> Die erfolgreiche Geldpolitik der Deutschen Bundesbank seit dem Zweiten Weltkrieg, basierend auf den Erfahrungen zweier Hyperinflationsphasen, wird dabei als Nachweis einer überragenden Stabilitätskultur in Deutschland gewertet. Die Stabilitätskultur anderer Teilnehmerstaaten wird dagegen häufiger in Frage gestellt.<sup>6</sup>

Ein weiteres wesentliches Ziel dieser Arbeit ist es daher, in ausführlicher Form zu untersuchen, ob diese Zweifel gerechtfertigt sind oder ob es im Zuge der europäischen Währungsintegration zur notwendigen Konvergenz der wirtschaftspolitischen Präferenzen, insbesondere der geldpolitischen Ziele, in Europa gekommen ist. Dabei soll der Begriff der Stabilitätskultur, der bislang nur über die Inflationsentwicklung in einem Land oder mittels Umfragen operationalisiert wurde, in dieser Arbeit in einer spezifischeren Form dargestellt werden. Als entscheidendes Kriterium zur Messung der Stabilitätskultur eines Landes wird in dieser Analyse in Anlehnung an das Modell der Zeitinkonsistenz diskretionärer Geldpolitik die konkrete Entscheidung der geldpolitischen Behörden beim Vorliegen kurzfristiger Zielkonflikte zwischen Wachstums- und Geldwertstabilitätsziel entwickelt.

---

<sup>2</sup> Das Inflationskriterium schrieb vor, daß nur Staaten Mitglied der EWU werden konnten, deren Inflationsrate maximal 1,5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Inflationsraten der drei preisstabilsten Länder lag. Die Kriterien sind nachzulesen in Artikel 109j EGV in Verbindung mit dem Protokoll über die Konvergenzkriterien. Für eine Kritik der Konvergenzkriterien siehe z.B. Jochimsen (1996), S. 466f. und Ohr (1993a), S. 31f.

<sup>3</sup> Ob der Gleichlauf von Inflationsraten eines Referenzjahres zur Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Zielpreferenzen ausreicht, muß bezweifelt werden. Durch Sondereinflüsse wie z.B. unterschiedliche Konjunkturzyklen oder eine unterschiedlich hohe Staatsnachfrage kann es zu einer punktuellen Übereinstimmung der Preissteigerungsraten kommen, ohne daß sich die Inflationsneigung der Volkswirtschaften grundlegend angenähert haben muß.

<sup>4</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) oder Issing (1998c).

<sup>5</sup> Issing (1992), S. 8. Vgl. auch Noyer (1998), S. 14.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. Steuer (1997), S. 87f., Häder/Niebaum (1997), S. 96 und Treutler (1993), S. 104f.

Schließlich macht die Vereinheitlichung von monetären Impulsen und geldpolitischem Endziel in der Währungsunion die Übereinstimmung der geldpolitischen Übertragungswege in den beteiligten Staaten erforderlich. Andernfalls bestünde die Gefahr, daß der von der EZB ausgesandte monetäre Impuls unterschiedliche realwirtschaftliche Auswirkungen in den Einzelstaaten haben könnte, so daß die Erreichung des geldpolitischen Endziels nicht in allen Volkswirtschaften gleichzeitig, in gleichem Umfang und unter vergleichbaren realwirtschaftlichen Effekten gewährleistet sein könnte.

Die vorliegende Arbeit untersucht daher ausführlich, ob sich die monetären Transmissionsmechanismen in den beteiligten Ländern ausreichend angeglichen haben, um realwirtschaftliche Divergenzen und damit Wohlfahrtseinbußen vermeiden zu können. Dieser wichtige strukturelle Konvergenzaspekt wurde im Maastrichter Vertrag überhaupt nicht und von wissenschaftlicher Seite bislang nur am Rande beachtet. Damit wurde ein Aspekt ausgeklammert, der für die gemeinsame Geldpolitik in Europa von nicht zu unterschätzender Bedeutung sein kann.

Die zusammenfassende Analyse dieser drei zentralen Fragestellungen einer gemeinsamen Geldpolitik in Europa soll somit einen über die übliche Diskussion der Konvergenzbedingungen hinausgehenden Beitrag zur Abschätzung möglicher geldpolitischer Probleme in der EWU leisten.

Die Analyse bezieht sich dabei konkret auf drei Länder: Großbritannien, Frankreich und Italien. Der Grund für diese Auswahl besteht darin, daß es sich um einen bei diesen drei Staaten um die neben Deutschland größten Volkswirtschaften der Europäischen Union handelt, die im Europäischen Rat über die höchste Stimmengewichtung (10 Stimmen) verfügen. Betrachtet man die Ausgangssituation bei Vertragsabschluß 1992, so lassen sich zum anderen anhand der drei Staaten die verschiedenen Einstellungen bezüglich der EWU darstellen.

Wie Tabelle A.1 verdeutlicht, galt Frankreich 1992 sowohl aus ökonomischen als auch aus politischen Gründen als sicheres Gründungsmitglied der Währungsunion. Während in Italien die Teilnahme an der Währungsunion sowohl von der Politik als auch von der gesamten Gesellschaft angestrebt wurde, schien eine Gründungsmitgliedschaft 1992 insbesondere aufgrund der hohen Staatsverschuldung und Haushaltsdefizite als nahezu unerreichbar. Auch wenn Italien 1999 doch sofortiges Gründungsmitglied der EWU wurde, haben sich die strukturellen Merkmale des Landes noch nicht grundlegend geändert. Umgekehrt zeichnete sich in Großbritannien ab, daß die Erfüllung der Konvergenzkriterien möglich war. Allerdings zeigte sich der mangelnde Teilnahmewille der damaligen Regierung darin, daß sich Großbritannien eine Opting-out-Klausel im Maastrichter Vertrag einräumen ließ, die den Beitritt Großbritanniens unter die Vorbedingung einer gesonderten Parlamentsabstimmung stellte.<sup>7</sup> Durch die Auswahl

---

<sup>7</sup> Meinungsumfragen weisen bis heute darauf hin, daß die britische Bevölkerung mehrheitlich eine EWU-Teilnahme ihres Landes ablehnt. Vgl. FAZ vom 09.06.1999, Nr. 130, S. 17.



dieser drei Staaten werden somit alle bei Abschluß des Maastrichter Vertrags und auch weitgehend heute noch relevanten Ausgangspositionen bezüglich der EWU erfaßt.

Tabelle A.1: Wunsch und Möglichkeit einer EWU-Teilnahme bei Vertragsabschluß 1992

EWU-Teilnahme	angestrebt	nicht angestrebt
möglich gemäß Kriterien	Frankreich	Großbritannien
kaum möglich gemäß Kriterien	Italien	nicht relevant

Quelle: eigene Darstellung

Theoretische Basis der Ausführungen ist Kapitel B, in dem anhand des Zeitinkonsistenzmodells die Bedeutung der Glaubwürdigkeit von Geldpolitik aufgezeigt werden soll. Die dabei verwendete geldpolitische Zielfunktion, in der das Beschäftigungs- und Geldwertstabilitätsziel gewichtet sind, wird gleichzeitig als formale Grundlage der im weiteren Verlauf der Arbeit erfolgenden Untersuchung der Stabilitätskulturen in Europa dienen. Zudem soll in diesem Kapitel aufgezeigt werden, welche Ansätze in der Theorie zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems der Geldpolitik entwickelt wurden. Auf diese Ansätze wird bei der Analyse der nationalen Geldpolitiken zurückgegriffen werden. Als weitere Grundlage für die sich anschließenden Ausführungen erfolgt eine allgemeine Betrachtung der Komponenten der geldpolitischen Konzeption einer Notenbank. Hierbei wird der Schwerpunkt auf eine theoretische Darstellung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen gelegt werden.

Kapitel C geht im Anschluß zur konkreten Analyse der Rahmenbedingungen europäischer Währungspolitik über. Ziel dieses Abschnitts ist es, zu untersuchen, ob eine ausreichende Angleichung der geldpolitischen Erfordernisse in den EWU-Staaten als erste Voraussetzung einer erfolgreichen einheitlichen Geldpolitik erreicht worden ist und ob diese gegebenenfalls in der EWU Bestand haben wird. Da Preisstabilität das Hauptziel der EZB ist, soll neben einer Beurteilung der Situation beim Übergang zur gemeinsamen Geldpolitik untersucht werden, inwiefern in den EWU-Staaten zukünftig noch Inflationsdifferenzen entstehen könnten, die eine unterschiedliche geldpolitische Reaktion der EZB erforderlich machen würden. Zusätzlich wird anhand eines Vergleichs der Außenhandelsstrukturen die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks in der EWU beurteilt werden, um die Gefahr divergierender geldpolitischer Erfordernisse aus dieser Perspektive abschätzen zu können.

Kapitel D wendet sich anschließend mit der Überprüfung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa der zweiten Erfolgsbedingung der Währungsunion zu. Grundlage der Ausführungen ist die Analyse der monetären Strukturen Großbritanniens, Frankreichs und Italiens. Dabei soll aufgezeigt werden, welchen Einfluß der spezifische Aufbau der nationalen Bankensysteme, Finanzmärkte und Finanzstrukturen auf die Ausgestaltung des jeweiligen monetären Transmissionsmechanismus hat. Anhand eines direkten Vergleichs der Finanzstrukturen und der

Finanzierungsgewohnheiten wird abschließend beurteilt werden, ob sich die einheitliche Geldpolitik der EZB aufgrund einer hohen Übereinstimmung der nationalen Transmissionsmechanismen überall gleichartig auswirken wird, so daß das Ziel der Preisstabilität in allen Ländern gleichzeitig, in gleichem Ausmaß und unter ähnlichen realwirtschaftlichen Effekten erreicht werden kann. Zusätzlich liefert die Untersuchung der nationalen monetären Strukturen in Kapitel D den institutionellen Hintergrund zu der in Kapitel F erfolgenden Darstellung der monetären Geschichte der drei Staaten. Es wird sich zeigen, daß bestimmte geldpolitische Entscheidungen, wie etwa die Abkehr von einer geldmengenorientierten Strategie oder der Austritt aus einem System fester Wechselkurse, nur bei Kenntnis des institutionellen Rahmens der Geldpolitik erklärbar sind.

In Kapitel E folgt nach einer theoretischen Behandlung der Komponenten, Vor- und Nachteile von Zentralbankunabhängigkeit die Darstellung der Notenbankverfassungen in Großbritannien, Frankreich und Italien. Dabei soll überprüft werden, ob die Statute der Bank of England, der Banque de France und der Banca d'Italia den Unabhängigkeitsbestimmungen des Vertrags über die Europäische Union (im folgenden als „Maastrichter Vertrag“ bezeichnet) entsprechen. Die Darstellung der historischen Entwicklung und der wirtschaftspolitischen Rolle der Notenbanken soll zusätzlich bereits erste institutionelle Hinweise auf die Stabilitätskulturen der drei Staaten ergeben, die in die Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Präferenzen in Europa einfließen werden. Des weiteren erfolgt in diesem Kapitel eine kurze Beschreibung der Organe und der formalen Rechtsstellung der EZB. Nach der Darstellung und Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB werden abschließend die Konzeptionen der vier Notenbanken verglichen werden. Dabei soll überprüft werden, inwieweit die in Kapitel D aufgezeigten Besonderheiten bei den nationalen Finanzstrukturen Berücksichtigung im EZB-Instrumentarium fanden und welche Umstellungskosten durch den Übergang auf eine neue geldpolitische Konzeption in Frankreich und Italien entstanden sind oder im Falle Großbritanniens noch entstehen könnten.

In Kapitel F schließt sich die Darstellung der monetären Geschichte Großbritanniens, Frankreichs und Italiens an. Dabei soll analysiert werden, welche Bedeutung der Geldpolitik in den einzelnen Staaten bislang zukam und welche Ziele mit der Geldpolitik angestrebt wurden. Dadurch soll die Analyse, ob es im Zuge der europäischen Währungsintegration zur notwendigen Angleichung der wirtschaftspolitischen Zielpräferenzen in den EWU-Staaten gekommen ist, auf eine breitere Basis als die bislang in der Diskussion dominierende Betrachtung der nationalen Inflationsraten gestellt werden. Als zentrales Kriterium zur Beurteilung der Stabilitätskultur eines Landes wird dabei die Entscheidung der geldpolitischen Behörden im Falle des Vorliegens von Zielkonflikten zwischen dem kurzfristigen Beschäftigungs- bzw. Wachstumsziel und dem Geldwertstabilitätsziel gewählt werden. Zusätzlich soll in diesem Abschnitt in konkreter Form der Einfluß der institutionellen Rahmenbedingungen einer Volkswirtschaft auf die Geldpolitik dargestellt werden. Dies soll Rückschlüsse ermöglichen, ob eine gemeinsame europäische Geldpolitik effizient zur Steuerung der jeweiligen Volkswirtschaft eingesetzt werden kann oder ob zu befürchten ist, daß die einheitliche

Geldpolitik aufgrund nationaler Besonderheiten zu suboptimalen Ergebnissen führen könnte.

Kapitel G faßt abschließend die Untersuchungsergebnisse dieser Arbeit zusammen und bietet basierend auf den gewonnenen Schlußfolgerungen einen Ausblick auf die weitere Entwicklung der EWU.

## B. Theoretische Grundlagen zur Untersuchung der Geldpolitik in Europa

### I. Die Problematik der Zeitinkonsistenz und der Glaubwürdigkeit diskretionärer Geldpolitik

Glaubwürdigkeit bedeutet im Rahmen der Wirtschaftspolitik, daß Wirtschaftssubjekte die Durchführung der Maßnahmen oder die Erreichung der Ziele erwarten, die explizit oder implizit vom wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger angekündigt wurden.<sup>1</sup> Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik kann demzufolge in Abhängigkeit von der verfolgten geldpolitischen Strategie dahingehend definiert werden, in welchem Ausmaß die Wirtschaftssubjekte die Erreichung angekündigter Geldmengen-, Wechselkurs- oder Inflationsziele erwarten. Hinter den angekündigten Geldmengen- und Wechselkurszielen steht dabei letztendlich ebenfalls eine bestimmte, angestrebte Inflationsrate. Ist die Geldpolitik einer Notenbank vollkommen glaubwürdig, so decken sich Inflationserwartungen und angekündigte Inflationsrate.<sup>2</sup>

Der Vorteil einer solchen glaubwürdigen Politik besteht darin, daß sie aufgrund der Übereinstimmung von Ankündigung und Erwartungen ihre Ziele rasch und ohne volkswirtschaftliche Kosten erreichen kann. Ist die Geldpolitik dagegen unglaubwürdig, so ist die Erreichung geldpolitischer Ziele gefährdet oder nur unter Inkaufnahme von volkswirtschaftlichen Kosten möglich. Grund hierfür ist, daß die Angleichung der Erwartungen an die durch die Geldpolitik angestrebten Ziele, z.B. Geldwertstabilität, in diesem Fall realwirtschaftliche Veränderungen wie einen Anstieg der Arbeitslosigkeit erfordert. Auf die Problematik eines Verlusts der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik aufgrund der Zeitinkonsistenz optimaler Pläne der Währungsbehörde wurde erstmals von Kydland/Precott (1977) und von Barro/Gordon (1983a,b) hingewiesen. In diesen Arbeiten wurde unter Verwendung eines spieltheoretischen Instrumentariums nachgewiesen, daß für die Notenbank im Falle einer diskretionären Geldpolitik<sup>3</sup> ein Anreiz besteht, eine höhere als die angekündigte Inflationsrate zu realisieren. Da die Wirtschaftssubjekte diesen Anreiz erkennen, ist die Ankündigung der Notenbank unglaubwürdig, und die diskretionäre Geldpolitik führt sowohl zu einer höheren Inflationsrate („inflation bias“) als auch zu einer suboptimalen Wohlfahrtssituation der Volkswirtschaft.<sup>4</sup> Dies soll im folgenden im deterministischen Grundmodell der Zeitinkonsistenz dargestellt werden.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Vgl. King (1995), S. 84 und Blackburn/Christensen (1989), S. 2.

<sup>2</sup> Vgl. Theurl (1997), S. 388f.

<sup>3</sup> Diskretionär bedeutet hierbei, daß die geldpolitischen Entscheidungsträger jederzeit und ohne externe Beschränkungen ihre geldpolitische Strategie ändern können.

<sup>4</sup> Das Modell kommt somit zu dem Ergebnis, daß – selbst wenn sich die Notenbank bei ihren Entscheidungen vollkommen an der sozialen Wohlfahrtsfunktion orientieren würde und sie die Inflation perfekt steuern könnte – eine diskretionäre Geldpolitik zu einem suboptimalen Ergebnis führt.

<sup>5</sup> Vgl. zu den folgenden Ausführungen neben Barro/Gordon (1983a,b) auch Jarchow (1993b), S. 300-308, Illing (1997), S. 161-173 und Fehn/Modery (1996), S. 370-380.

## 1. Das deterministische Grundmodell der Zeitinkonsistenztheorie der Geldpolitik

Grundlage dieser Theorie ist ein erweitertes Phillipskurven-Modell. Dabei wird von rationalen Erwartungen ausgegangen. Alle Wirtschaftssubjekte besitzen die gleichen Informationen, haben eine identische Präferenzstruktur und kennen das ökonomische Modell der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger. Zudem wird unterstellt, daß die Notenbank die Inflationsrate vollständig kontrollieren kann.<sup>6</sup>

Formale Basis des Ansatzes sind die folgenden zwei Gleichungen:<sup>7</sup>

$$(1) \quad u = u^* + c(p^e - p) \quad \text{mit } c > 0$$

Gleichung (1) stellt den um Inflationserwartungen erweiterten Phillipskurven-Zusammenhang dar. Eine Absenkung der Arbeitslosigkeit  $u$  unter ihr natürliches Niveau  $u^*$  ist nur möglich, wenn die tatsächlich realisierte Inflationsrate  $p$  höher ist als die Inflationserwartungen  $p^e$  der Wirtschaftssubjekte, diese also einer Täuschung unterliegen.<sup>8</sup> Der Parameter  $c$  beschreibt dabei den Steigungsgrad der Phillipskurve und ist daher Maß für die wechselseitigen Opportunitätskosten zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit.<sup>9</sup>

$$(2) \quad L = a(p - p^*)^2 + b(u - ku^*)^2 \quad \text{mit } a, b > 0$$

Gleichung (2) stellt die gesamtwirtschaftliche Verlustfunktion dar, die auch von der Notenbank verfolgt wird. Der erste Term beschreibt dabei den Wohlfahrtsverlust, der durch Abweichungen der tatsächlichen Inflationsrate vom Zielinflationswert  $p^*$  aufgrund der damit verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten entsteht. Der zweite Term erfaßt den im Modell unterstellten Wohlfahrtsverlust, der entsteht, wenn die Arbeitslosigkeit  $u$  von einem Zielwert  $ku^*$  abweicht. Dieser Zielwert liegt im Modell unterhalb der natürlichen Rate der Arbeitslosigkeit  $u^*$  (für den Koeffizient  $k$  werden somit Werte zwischen null und eins angenommen). Begründet wird dies z.B. damit, daß Steuern auf das Arbeitseinkommen und Unterstützungszahlungen bei Arbeitslosigkeit den individuellen Arbeitsanreiz verringern, so daß ein gesamtwirtschaftlich optimales

<sup>6</sup> Im Modell wird die Inflationsrate dadurch zugleich Zielvariable und Instrument der Zentralbank. In der Realität erschweren aber gerade die Unwägbarkeiten des geldpolitischen Transmissionsmechanismus die genaue Steuerung der Inflationsrate durch die Notenbank. Vgl. Blinder (1997), S. 7f. Durch Hinzufügung einer Geldnachfragefunktion könnte jedoch ohne Veränderung der wesentlichen Ergebnisse des Modells z.B. die Geldmenge als Steuerungsgröße der Notenbank eingeführt werden. Vgl. Svensson (1995), S. 7. Zudem soll im Modell aufgezeigt werden, daß selbst unter dieser idealisierenden Annahme eine diskretionäre Geldpolitik zu suboptimalen Ergebnissen führen würde.

<sup>7</sup> Die formal-mathematische Darstellung des Grundmodells orientiert sich im folgenden an Fischer, C. (1997), S. 58-63. Dabei werden alle makroökonomische Variablen mit Ausnahme der Inflationsgrößen als natürliche Logarithmen ausgedrückt.

<sup>8</sup> Grundlage des expansiven Effekts einer Überraschungsinflation ist die aus der tarifvertraglichen Fixierung des Nominallohns resultierende Verringerung des Reallohns. Vgl. Taylor (1979).

<sup>9</sup> Vgl. Fischer, C. (1997), S. 58. Die dabei im Grundmodell unterstellte Konstanz von  $c$  wurde z.B. von Blackburn/Christensen (1989), S. 11 kritisiert, da die Höhe von  $c$  vom Inflationsverlauf abhängt, also variabel sei.

Beschäftigungsniveau verfehlt werden könnte.<sup>10</sup> Abweichungen der tatsächlichen Arbeitslosigkeit  $u$  vom Zielwert  $u^*$  verringern daher die gesellschaftliche Wohlfahrt. Die quadratische Form der Terme weist darauf hin, daß die gesellschaftlichen Wohlfahrtsverluste mit zunehmenden Abweichungen der Inflationsrate und der Arbeitslosigkeit von ihren Zielwerten exponentiell zunehmen. Die Parameter  $a$  und  $b$  stellen beliebige konstante, positive Koeffizienten dar, die die Gewichtung der Teilziele für den Gesamtnutzen angeben.<sup>11</sup>

Unterstellt man eine von der Notenbank angestrebte Inflationsrate von null ( $p^* = 0$ ) und setzt Gleichung (1) in Gleichung (2) ein, so ergibt sich folgende, abgewandelte Zielfunktion:

$$(3) \quad L = ap^2 + b[(1 - k)u^* - c(p - p^e)]^2$$

Mathematisch erhält man die die gesellschaftliche Wohlfahrt maximierende, optimale Inflationsrate  $p^{opt}$ , indem man Gleichung (3) nach  $p$  differenziert, gleich null setzt und nach  $p^{opt}$  auflöst:<sup>12</sup>

$$(4) \quad p^{opt} = [bc/(a + bc^2)] [(1 - k)u^* + cp^e]$$

Im Ergebnis zeigt sich, daß die durch eine diskretionäre Geldpolitik in der Volkswirtschaft realisierte, zeitkonsistente Inflationsrate c.p. um so höher ist, je größer der Koeffizient  $b$  ist. Je stärker die Gesellschaft also Abweichungen der tatsächlichen Beschäftigung vom Zielbeschäftigungswert gewichtet, desto höher ist die zeitkonsistente Inflationsrate. Je gravierender hingegen Abweichungen vom Geldwertstabilitätsziel von der Gesellschaft empfunden werden, also je höher der Koeffizient  $a$  c.p. ist, desto geringer ist die in der Volkswirtschaft bei einer diskretionären Geldpolitik realisierte, zeitkonsistente Inflationsrate.<sup>13</sup>

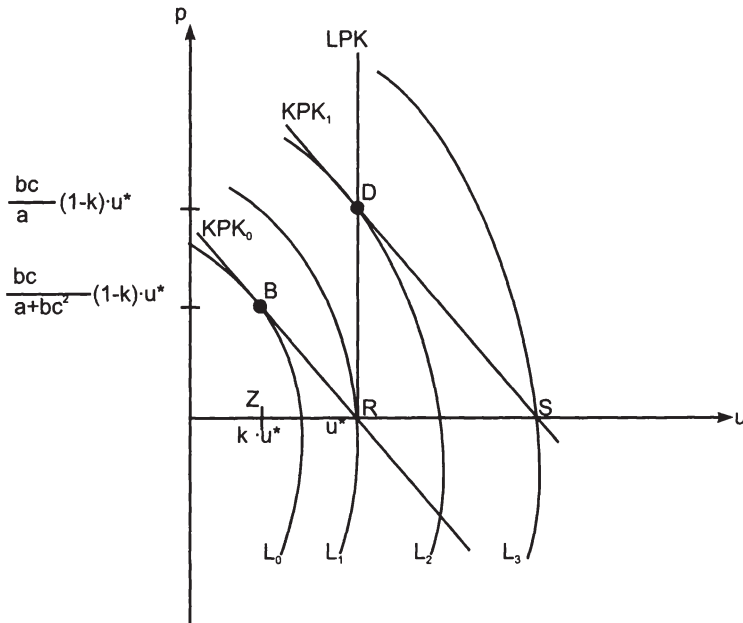
<sup>10</sup> Vgl. Jarchow (1993a), S. 146 und Spahn (1996), S. 276. Hieran setzt bereits ein Kritikpunkt an dem Modell an. Wären diese Marktverzerrungen der einzige Grund, warum geldpolitische Entscheidungsträger ein höheres Beschäftigungsniveau anstreben, so wäre es sinnvoller, diese Verzerrungen zu beseitigen, als eine Überraschungsinflation herbeizuführen. Strukturelle Probleme können nicht durch eine kurzfristige Stimulierung der Konjunktur über die Geldpolitik gelöst werden. Vgl. Blackburn/Christensen (1989), S. 16f. Als weiterer Grund für den Wunsch einer Steigerung des Beschäftigungsniveaus über die natürliche Höhe hinaus kann das aus der Theorie der Pfadabhängigkeit makroökonomischer Kennzahlen abgeleitete Argument einer dadurch erzielbaren Senkung der NAIRU-Rate genannt werden. Vgl. Spahn (1998), S. 4. Außerdem kann es für eine Regierung z.B. aus wahltaktischen Gründen zumindest temporär attraktiv erscheinen, einen über das natürliche Niveau hinausgehenden Beschäftigungsgrad anzustreben. Vgl. Bean (1998), S. 1798f.

<sup>11</sup> Linksgerichtete Regierungen (bei Annahme einer abhängigen Zentralbank) gewichten das Beschäftigungsziel gewöhnlich höher, das heißt bei ihnen ist  $b$  größer, bei rechtsgerichteten Regierungen wird dagegen häufig ein höherer Wert für  $a$  unterstellt. Vgl. Jarchow (1993a), S. 146. Der Koeffizient  $b$  kann auch als Maß der Wohlfahrtssteigerung durch eine Überraschungsinflation angesehen werden. Er ist daher z.B. besonders hoch, wenn die natürliche Arbeitslosigkeit hoch ist oder wenn die nominale Staatsverschuldung sehr groß ist. Vgl. Barro/Gordon (1983b), S. 114.

<sup>12</sup> Die Bedingung zweiter Ordnung für ein Kostenminimum von  $L$  ist erfüllt.

<sup>13</sup> Vgl. Alesina/Grilli (1992), S. 52.

Abbildung B.1: Die Zeitinkonsistenzproblematik im deterministischen Modell  
(mit  $b > a$ )



Quelle: In Anlehnung an: Jarchow (1993b), S. 303, Figur 53 und  
Spahn (1996), S. 277, Abbildung 5.9

Das Ergebnis dieses Ein-Perioden-Modells lässt sich nun graphisch anhand Abbildung B.1 verdeutlichen. In der Abbildung wird die Wohlfahrtsfunktion (3) durch die Isoverlustkurven  $L$  dargestellt. Diese sind nach links geöffnete Hyperbeln mit Scheitelpunkt auf der Abzisse. Die Krümmung der  $L$ -Kurven zeigt an, daß zunehmende Abweichungen vom Zielbeschäftigungswert  $ku^*$  nur durch eine verringerte Inflationsrate ausgeglichen werden können. Je größer der Abstand der Kurve  $L$  zum Punkt  $Z$ , desto höher ist der jeweilige dargestellte gesellschaftliche Wohlfahrtsverlust. Die  $KPK$ -Kurven stellen den in Gleichung (1) beschriebenen, kurzfristigen Phillipskurven-Zusammenhang für unterschiedliche Inflationserwartungen dar. Situationen, in denen die Wirtschaftssubjekte Inflationserwartungen von null gebildet haben, werden durch die  $KPK_0$ -Kurve beschrieben. Die  $KPK_1$ -Kurve repräsentiert Situationen mit positiven Inflationserwartungen.

Zu Beginn der Periode befindet sich die Zentralbank in einer Situation, die durch den Punkt  $R$  repräsentiert wird. Die Inflationsrate ist null und entspricht somit dem gewünschten Zielwert. Da im Modell unterstellt wird, daß die privaten Wirtschaftssubjekte zu Beginn der Periode ihre Inflationserwartungen an den Ankündigungen der Notenbank ausrichten, betragen diese in der Ausgangssituation ebenfalls null. Diese



Erwartungen gehen anschließend in die Tarifverhandlungen ein, in denen das Lohnniveau für die gesamte Periode fixiert wird. Erst anschließend entscheidet die Zentralbank diskretionär, welche Inflationsrate sie mittels ihrer Geldpolitik umsetzt.<sup>14</sup> Punkt R stellt nun bei Inflationserwartungen von null nicht das für die Zentralbank erreichbare Nutzenmaximum dar, da die Unterbeschäftigung, die auf ihrem natürlichen Niveau  $u^*$  liegt, zu hohe soziale Kosten erzeugt. Für  $p^e = 0$  ergibt sich gemäß Gleichung (4) die folgende nutzenmaximierende Inflationsrate:

$$(5) \quad p^{opt}_B = [bc/(a + bc^2)] [(1 - k) u^*]$$

Da  $a$ ,  $b$  und  $c$  positive Koeffizienten sind und  $0 < k < 1$  gilt, ergibt sich entgegen der eigentlich von der Notenbank angekündigten Nullinflationspolitik eine nutzenmaximierende, positive Inflationsrate. Dies bedeutet, daß für eine diskretionär agierende Notenbank ein Anreiz besteht, die privaten Wirtschaftssubjekte zu täuschen und entgegen deren Erwartungen eine positive Inflationsrate zu erzeugen. Durch Einsetzen von  $p^{opt}_B$  in Gleichung (1) erhält man die entsprechende Arbeitslosenquote:

$$(6) \quad u_B = [(a + bc^2 k)/(a + bc^2)] u^*$$

Da  $0 < k < 1$  gilt, unterschreitet somit die tatsächliche Arbeitslosenquote die natürliche. Die gesellschaftlichen Wohlfahrtsverluste betragen in diesem Fall gemäß Gleichung (3):

$$(7) \quad L^{opt}_B = [ab/(a + bc^2)] [(1 - k)^2 u^{*2}]$$

Graphisch drückt sich die ursprüngliche, geringere Wohlfahrt in Punkt R darin aus, daß die Isoverlustkurve  $L_1$  die gültige  $KPK_0$  in Punkt R schneidet und nicht tangiert. Ökonomische Ursache hierfür ist wie gesehen, daß die Notenbank unter der Bedingung konstanter Inflationserwartungen ihre Wohlfahrt erhöhen könnte, indem sie mittels einer expansiven Geldpolitik die Unterbeschäftigung absenkt.<sup>15</sup> Das durch Gleichung (7) beschriebene Nutzenoptimum der Zentralbank beim Vorliegen von durch die  $KPK_0$ -Kurve dargestellten Inflationserwartungen wird in der Abbildung durch Punkt B dargestellt, in dem die nutzenhöhere Isoverlustkurve  $L_0$  die  $KPK_0$  tangiert. Für die Zentralbank besteht somit in Punkt R der Anreiz, die Inflationsrate von null auf ihren Optimalwert  $p^{opt}_B$  zu erhöhen und somit über kurzfristige, positive Nachfrage- und Beschäftigungseffekte zu Punkt B zu gelangen. Somit stellt es für die Notenbank ein optimales Verhalten dar, ein Nullinflationsziel zu verkünden, anschließend aber eine positive Inflationsrate umzusetzen. Die Ankündigung einer Notenbank eine Nullinflationspolitik zu verfolgen (also in Punkt R zu bleiben) ist daher zeitinkonsistent. Denn sobald diese Ankündigung in die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte eingegangen ist, ist es für die Notenbank vorteilhaft, in der darauf folgenden Pe-

<sup>14</sup> Dieser spieltheoretische Vorteil des letzten Zugs der Notenbank ist entscheidend für das Zeitinkonsistenzmodell. Vgl. Persson/Tabellini (1990), S. 3f.

<sup>15</sup> Ausgehend von Punkt R ist also der marginale Nutzengewinn einer Überraschungsinflation in Form eines Beschäftigungsanstiegs höher als der marginale Nutzenverlust der höheren Inflation.



riode ihr Versprechen zu brechen und durch Erzeugung einer höheren Inflation die Wirtschaft nach Punkt B zu steuern.<sup>16</sup>

Die privaten Wirtschaftssubjekte antizipieren aufgrund ihrer Kenntnis der Wohlfahrtsfunktion und ihrer rationalen Erwartungen jedoch dieses Verhalten der Zentralbank und erhöhen ihre Inflationserwartungen in der Ausgangslage sofort. Dabei ist nur eine Situation zeitkonsistent, bei der sich die von der Notenbank realisierte Inflationsrate und die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte decken, und für die Zentralbank kein Anreiz besteht, diese Inflationsrate zu ändern. Die Höhe der dann erwarteten Inflationsrate läßt sich daher in Gleichung (4) berechnen, indem man  $p^{opt}$  durch  $p_D^e$  ersetzt und nach  $p_D^e$  auflöst:

$$(8) \quad p_D^e = bc/a (1 - k) u^*$$

Bei der Entscheidung über die geldpolitisch zu realisierende Inflationsrate muß die Notenbank nun die veränderten Erwartungen der Wirtschaftssubjekte beachten. Unter Berücksichtigung der nun durch Gleichung (8) beschriebenen Inflationserwartungen ergibt sich gemäß Gleichung (4) hierbei für die Zentralbank folgender, unter den gegebenen Rahmenbedingungen optimaler Wert:

$$(9) \quad p_D = bc/a (1 - k) u^*$$

Die Gegenüberstellung der Gleichungen (8) und (9) zeigt, daß erwartete und realisierte Inflationsrate sich tatsächlich entsprechen. Daher bleiben Reallohn und Beschäftigung auf ihrem Ursprungsniveau, so daß die erreichte und die natürliche Arbeitslosenquote übereinstimmen:

$$(10) \quad u_D = u^*$$

Vergleicht man die in Punkt D realisierte Inflationsrate mit derjenigen in Punkt B (Gleichung (5)), so ist die durch Punkt D dargestellte Situation mit einer höheren Preissteigerungsrate verbunden. Gleichzeitig ist die Unterbeschäftigung in Punkt D höher, so daß Punkt D in Vergleich zu Punkt B mit einem höheren Wohlfahrtsverlust verbunden sein muß. Dieser läßt sich nun wiederum exakt berechnen, indem man die sich in diesem Gleichgewicht ergebenden Werte für Inflation und Beschäftigung in Gleichung (3) einsetzt:

$$(11) \quad L_D = [(a + bc^2)/a] b (1 - k)^2 u^{*2}$$

In der Graphik bedeutet diese Erwartungsanpassung der Wirtschaftssubjekte, daß für die Zentralbank nicht mehr die  $KPK_0$ -Kurve, sondern sofort die  $KPK_1$ -Kurve relevant wird. Der neuklassischen Theorie rationaler Erwartungen folgend würde sich die Volkswirtschaft sofort zu Punkt D bewegen. Somit ist die ökonomische Situation, die von Punkt B beschrieben wird, beim Vorliegen rationaler Erwartungen für die Zentralbank nicht erreichbar. Die privaten Wirtschaftssubjekte erkennen den beständig für

<sup>16</sup> Vgl. Blackburn/Christensen (1989), S. 3.

die Zentralbank in Punkt R bestehenden Anreiz, ihr Nutzenoptimum anzustreben, indem sie bei einer angekündigten Zielinflation von null die Inflationsrate von  $p_B^{\text{opt}}$  realisiert. Dadurch verliert die Nullinflationspolitik der Zentralbank sofort ihre Glaubwürdigkeit. Als Ergebnis diskretionärer Geldpolitik wird das durch Punkt D beschriebene Gleichgewicht mit einer positiven Inflationsrate  $p_D$ , die den Inflationserwartungen entspricht, und einem Beschäftigungsgrad in Höhe der natürlichen Beschäftigung  $u^*$  erreicht. Diese Situation stellt bei den gegebenen Inflationserwartungen für die Notenbank ein Optimum dar und ist daher konsistent. Allerdings realisiert die Zentralbank in Punkt D ein durch die Isoverlustkurve  $L_2$  dargestelltes Nutzenniveau, das unterhalb des Nutzenniveaus von Punkt R liegt, das heißt, aufgrund der Zeitinkonsistenz- und Glaubwürdigkeitsproblematik führt die diskretionäre Geldpolitik gegenüber der Ausgangslage zu einem Nutzenverlust.

Als Ergebnis dieses Modells bleibt somit festzuhalten, daß eine diskretionäre Geldpolitik beim Vorliegen rationaler Erwartungen eine Arbeitslosenquote und eine Inflationsrate realisiert, die oberhalb der gesellschaftlich angestrebten Werte liegen. Da die höhere Inflationsrate nicht mit einem Absinken der Arbeitslosigkeit unter ihr natürliches Niveau verbunden ist, führt eine diskretionäre Geldpolitik aufgrund der Zeitinkonsistenz der optimalen Situation letztendlich zu Wohlfahrtseinbußen.

## 2. Das Modell der Zeitinkonsistenztheorie unter Annahme adaptiver Erwartungen

Die im Modell unterstellte Annahme vollständiger Informationen und rationaler Erwartungen stößt jedoch auf Kritik.<sup>17</sup> In der Realität kennen die Wirtschaftssubjekte die Zielfunktion der Notenbank nicht genau. Zudem kann sich diese aufgrund eines Wechsels in der Notenbankleitung oder der Regierung sowie im Zuge eines Wandels bei den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändern. Daher versuchen die Marktteilnehmer durch das Beobachten des Notenbankverhaltens Rückschlüsse auf deren Ziel- und Zeitpräferenz zu gewinnen. Somit scheint es angebrachter, im Modell adaptive Erwartungen<sup>18</sup> zu unterstellen. Auch dann wird jedoch die entscheidende Bedeutung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik deutlich.

Angenommen die Zentralbank hat seit längerer Zeit eine Antiinflationspolitik betrieben, so daß sich Inflationserwartungen von null gebildet haben und Punkt R realisiert wird. Bewertet die Zentralbank nun – z.B. aufgrund politischen Drucks der Regierung – das Beschäftigungsziel höher (ohne dies zu verkünden), so wird sie die Inflationsrate erhöhen, um Punkt B zu erreichen. Da die Erwartungsbildung der Privaten sich an der Vergangenheit orientiert, kann dieser Punkt nun tatsächlich realisiert werden, denn die Erwartungen bleiben für eine gewisse Zeit noch bei null. Durch diese Art von Überraschungsinflation gelingt es kurzfristig, die Arbeitslosigkeit unter ihr natürliches

<sup>17</sup> Vgl. Spahn (1996), S. 280.

<sup>18</sup> Dies bedeutet, daß sich die Wirtschaftssubjekte bei der Erwartungsbildung vor allem auf das in der Vergangenheit beobachtete Verhalten der Zentralbank stützen.

Niveau zu drücken.<sup>19</sup> Erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit bemerken die Wirtschaftssubjekte die veränderte Geldpolitik und passen ihre Inflationserwartungen an. Dadurch wird wieder Punkt D erreicht. Die Zentralbank hat die Glaubwürdigkeit für ihre Antiinflationspolitik verloren. Bemerkt die Zentralbank nun, daß sich ihre Situation gegenüber der Ausgangslage verschlechtert hat und versucht, zu Punkt R zurückzukehren, bewirkt der Glaubwürdigkeitsverlust, daß dies nur unter noch höheren Wohlfahrtsverlusten möglich ist. Die Zentralbank verringert die Inflationsrate wieder auf null ( $p_S = 0$ ), jedoch bleiben die Erwartungen vorerst konstant auf dem höheren Niveau:

$$(12) \quad p_S^e = p_D^e = bc/a (1 - k) u^*$$

Für die Arbeitslosenquote ergibt sich unter diesen Bedingungen der Wert:

$$(13) \quad u_S = [(a + bc^2 - bc^2 k)/a] u^*$$

Da  $0 < k < 1$  gilt, liegt die in Punkt S realisierte Arbeitslosenquote oberhalb der natürlichen Rate. Die gesellschaftliche Wohlfahrtseinbuße beträgt dann:

$$(14) \quad L_S = [(ab + bc^2)/a^2] b (1 - k)^2 u^{*2}$$

Dies bedeutet, daß Punkt S auf der äußersten Isoverlustkurve  $L_3$  realisiert wird.<sup>20</sup> Die in Punkt S erreichte, sehr hohe Arbeitslosenrate ist Zeichen dafür, daß die Notenbank zur Beeinflussung der Inflationserwartungen und zur Wiedererlangung ihrer stabilitätsorientierten Reputation erst eine „Stabilisierungskrise“ herbeiführen muß. Punkt R wird erst wieder nach Anpassung der Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte auf null erreicht.

### 3. Zusammenfassung der Ergebnisse des Zeitinkonsistenzmodells

Als Resultat des Modells kann zum einen festgehalten werden, daß den Wirtschaftssubjekten der Anreiz bekannt ist, den eine kurzfristig expansive Geldpolitik für die Zentralbank darstellt. Aus diesem Grund ist das Versprechen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik allein nicht ausreichend, um Glaubwürdigkeit und damit niedrige Inflationserwartungen zu erzeugen. Daher besteht gemäß dem Modell die Gefahr, daß eine diskretionäre Geldpolitik zu suboptimalen Ergebnissen und damit zu Wohlfahrtseinbußen führt. Als zweites kann festgehalten werden, daß beim Vorliegen adaptiver Erwartungen das Erreichen einer wirkungsvollen, antiinflationären Geldpolitik

<sup>19</sup> Weitere Vorteile einer erhöhten Inflationsrate bestehen für eine Regierung in Form des Seignorgegewinns, höherer Steuereinnahmen bei Vorliegen eines progressiven Steuersystems auf Nominalbasis sowie einer Verringerung des Realwerts der Staatsverschuldung und der in Inlandswährung denominierten Gesamtauslandsverschuldung der Volkswirtschaft, vgl. Bohn (1991) und Caesar (1994), S. 10.

<sup>20</sup> Ob die Wohlfahrt der Gesellschaft in Punkt D oder in Punkt S höher ist, hängt von den Koeffizienten  $a$  und  $b$ , also von der relativen Gewichtung des Preisstabilitäts- und des Beschäftigungsziels, ab. Wird das Beschäftigungsziel wie in der Abbildung höher gewichtet, also  $b > a$ , so ist Punkt S gegenüber Punkt D die unterlegene Lösung.

nach dem Verfolgen einer Vollbeschäftigungspolitik aufgrund der verlorenen Glaubwürdigkeit der monetären Entscheidungsträger nur unter hohen temporären Wohlfahrtsverlusten möglich ist. Dabei ist die Periode der sehr hohen Arbeitslosigkeit um so länger, je langsamer die Erwartungsanpassung der Privaten erfolgt.

Um diese negativen Auswirkungen der Zeitinkonsistenzproblematik zu vermeiden, wurden besondere Mechanismen zur Erzeugung von Glaubwürdigkeit entwickelt, die im folgenden beschrieben werden. Im Zentrum stehen dabei zwei Arten von Mechanismen. Zum einen gibt es die Möglichkeit, den Handlungsspielraum der geldpolitischen Akteure zu beschränken, um so Betrugslösungen seitens der Notenbank auszuschließen und die Erreichung des Geldwertstabilitätsziels zu gewährleisten. Zum anderen kann versucht werden, die Anreizstrukturen der geldpolitischen Entscheidungsträger so abzuändern, daß die Wirtschaftssubjekte darauf vertrauen können, daß die Geldpolitik nicht über eine Erhöhung der Inflation kurzfristige Wachstums- und Beschäftigungseffekte ausnützen wird.<sup>21</sup> Es wird sich jedoch zeigen, daß diese Mechanismen häufig mit zwei Kernproblemen verbunden sind. So verhindert die Fixierung der Geldpolitik auf das Preisstabilitätsziel zumeist eine Nutzung dieses Instruments für eine Stabilisierung des Volkseinkommens und der Beschäftigung im Falle des Auftretens negativer Schocks. Des weiteren ist häufig die Glaubwürdigkeit des gewählten Mechanismus selbst nicht abgesichert, so daß das Zeitinkonsistenzproblem nur verlagert wird.

## II. Strategien zur Überwindung des Zeitinkonsistenzproblems der Geldpolitik

### 1. Regelbindungen der Geldpolitik

Ein möglicher Mechanismus zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems ist die vom Monetarismus und der neuklassischen Theorie geforderte strikte Regelbindung der Geldpolitik, etwa in Form einer einfachen Geldmengenregel.<sup>22</sup> Im obigen Modell würde die Zentralbank auf ein Geldmengenwachstum verpflichtet, das zu einer Inflationsrate von null in Punkt R führen würde. Zwar bestünde für die Zentralbank weiterhin der Anreiz, über eine höhere Inflationsrate Punkt B zu erreichen, da ihr aber ein solcher Schritt verboten wäre, wäre die regelgebundene Geldpolitik glaubwürdig. Dadurch blieben die Inflationserwartungen bei null, und Punkt R als bestmögliche konsistente Lösung mit einer Arbeitslosenquote in Höhe der natürlichen Arbeitslosenquote wäre realisierbar:

$$(15) \quad p_R^e = p_R = 0$$

$$(16) \quad u_R = u^*$$

<sup>21</sup> Vgl. BEQB (November 1992), S. 447.

<sup>22</sup> Berühmtestes Beispiel ist die k%-Regel von Friedman (1968).

Die gesellschaftlichen Kosten würden sich in diesem Fall gemäß Gleichung (2) auf folgenden Wert belaufen:

$$(17) \quad L_R = b(1 - k)^2 u^*2$$

Im Grundmodell der geldpolitischen Zeitinkonsistenz ergibt sich also aufgrund des Glaubwürdigkeitsgewinns eine Überlegenheit der regelgebundenen Geldpolitik über die diskretionäre Geldpolitik.

In der Realität wurde jedoch bei keiner Notenbank eine feste Regelbindung institutionalisiert.<sup>23</sup> Auch die Deutsche Bundesbank, deren Geldmengenstrategie als eine Art Regelbindung verstanden werden konnte, betrieb in der geldpolitischen Praxis eine diskretionäre Geldpolitik.<sup>24</sup> Ursache hierfür ist die mangelnde Reaktionsflexibilität einer regelgebundenen Geldpolitik beim Auftreten unerwarteter Umweltveränderungen wie z.B. Angebots- und Nachfrageschocks oder Veränderungen der Geldnachfrage.<sup>25</sup> In dem bisher betrachteten deterministischen Modell wurde dieser wichtige Aspekt der Geldpolitik nicht betrachtet. Darauf begründete sich letztlich die Überlegenheit einer regelgebundenen über eine diskretionäre Geldpolitik. Eine strikte Geldmengen- oder Inflationsregel bedeutet aber den Verzicht auf die Geldpolitik als Instrument zur Stabilisierung von Einkommen und Beschäftigung, so daß Schocks hierdurch zu Wohlfahrtsverlusten führen können. Je nachdem, ob die Wohlfahrtsverluste aufgrund des Auftretens von Schocks mit ihren negativen Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung oder in Folge der Unglaubwürdigkeit der Geldpolitik und dem damit verbundenen inflation bias größer sind, entscheidet sich nun die Überlegenheit einer diskretionären oder einer regelgebundenen Geldpolitik.<sup>26</sup>

Um diesen Zielkonflikt, der in der „rules versus discretion“-Debatte in der geldpolitischen Theorie seinen Niederschlag fand, möglichst vollständig zu vermeiden, wurden flexible Regeln vorgeschlagen, die eine Kombination aus Preisstabilitätsziel und Sozialproduktziel darstellen („feedback rules“ oder „contingent rules“).<sup>27</sup> Diese Regeln legen vorab fest, in welcher Art und Stärke die Wirtschaftspolitik zur Steuerung einer beobachteten Zielgröße auf makroökonomische Störungen reagiert. Den privaten Marktakteuren soll durch die Veröffentlichung der Regel verdeutlicht werden, daß die Notenbank nur an einer Stabilisierung des Volkseinkommens im Falle negativer Schocks interessiert ist, nicht an den Effekten einer Überraschungsinflation. Um nicht

<sup>23</sup> Vgl. Blackburn/Christensen (1989), S. 15. Für eine Diskussion möglicher Regeln siehe Blinder (1987), S. 401-404. In der geldpolitischen Praxis kommt die Einrichtung eines Currency Boards einer festen Regelbindung wohl am nächsten.

<sup>24</sup> Vgl. Mishkin (1999), S. 15f. und die dort angegebene Literatur.

<sup>25</sup> Vgl. Wagner (1996), S. 142f. Zudem bestehen z.B. bei einer Geldmengenregel Probleme der faktischen Kontrolle der Geldmengenentwicklung durch die Notenbank.

<sup>26</sup> Um den Rahmen dieses Kapitels nicht zu sprengen, wird hier auf eine formal-mathematische Darstellung des stochastischen Modells verzichtet. Diese kann nachvollzogen werden in Persson/Tabellini (1990), Kapitel 2-5. Vgl. auch King (1997), S. 86-91 und Svensson (1995), S. 3-14.

<sup>27</sup> Taylor (1993) vertritt die Auffassung, daß eine solche Regel reinen Geldmengen- oder Wechselkursregeln überlegen ist, und belegt dies empirisch anhand der US-Geldpolitik. Vgl. auch McCallum (1987), S. 420-426.

erneut Glaubwürdigkeitsprobleme zu erzeugen, muß jedoch eindeutig festgelegt werden, unter welchen Umständen und in welcher Form die Geldpolitik auf unerwartete Schocks reagiert. Dadurch soll vermieden werden, daß die Wirtschaftssubjekte sich getäuscht fühlen und ihre Inflationserwartungen erhöhen. Die Festlegung einer quantitativen, alle potentiellen Ereignisse beachtenden Regel erscheint jedoch nahezu unmöglich, so daß entsprechende Feedback-Regeln nicht praktisch umsetzbar erscheinen.<sup>28</sup> Zudem besteht die Gefahr, daß die Notenbank, falls sie über einen besseren Informationsstand als die sonstigen Wirtschaftsakteure verfügt, Regelverstöße mit dem angeblichen Auftreten von Schocks rechtfertigt.<sup>29</sup>

Feedback-Regeln zielen somit darauf ab, den inflation bias abzubauen und die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu stabilisieren, ohne auf die Geldpolitik als Instrument der Stabilisierungspolitik verzichten zu müssen. Da in der geldpolitischen Praxis die Entwicklung und Durchführung einer solchen alle wirtschaftlichen Eventualitäten beachtenden optimalen Regel jedoch nicht umsetzbar ist,<sup>30</sup> wurden alternative Konstruktionen zur Behebung des Zeitinkonsistenzproblems und des Zielkonflikts zwischen Preisniveau- und Einkommensstabilisierung gesucht.

## 2. Der Aufbau von Reputation durch die Notenbank

Die bisherige Analyse beschränkte sich auf die Betrachtung einer Periode. In der Realität entspricht die Geldpolitik jedoch einem sich fortlaufend wiederholenden Spiel zwischen Notenbank und Wirtschaftssubjekten. Die Währungsbehörden müssen sich deshalb bewußt sein, daß Täuschungsmaßnahmen sich in der Zukunft negativ auf die Erwartungsbildung der Marktakteure auswirken.<sup>31</sup> Dies könnte zur Folge haben, daß volkswirtschaftlich überlegene Situationen, wie sie etwa durch die Punkte der KPKQ-Kurve dargestellt werden, aufgrund der höheren Inflationserwartungen nicht mehr erreicht werden können. Eine Notenbank muß daher zwischen dem Nutzen der Überraschungsinflation und den (abdiskontierten) Kosten zukünftig höherer Inflationserwartungen abwägen. Der positive Nutzeneffekt läßt sich dabei mathematisch als die Wohlfahrtsdifferenz aus  $L^{Opt}_B$  und  $L_R$  ausdrücken:<sup>32</sup>

$$(18) \quad b(1-k)^2 u^{*2} - [ab/(a+b)] [(1-k)^2 u^{*2}] = [b^2/(a+b)] (1-k)^2 u^{*2}$$

Die Kosten, die durch die resultierende Erhöhung der Inflationserwartungen und damit letztlich durch den Übergang von Punkt R zu Punkt D entstehen, können wie folgt ermittelt werden:<sup>33</sup>

$$(19) \quad b(1-k)^2 u^{*2} - [(a+b)/a] b(1-k)^2 u^{*2} = [b^2/a] (1-k)^2 u^{*2}$$

<sup>28</sup> Für eine Darstellung theoretisch denkbaren Feedback-Regelungen siehe Spahn (1996), S. 284-288.

<sup>29</sup> Vgl. Barro (1986b), S. 28f. und Alesina/Grilli (1992), S. 52f.

<sup>30</sup> Vgl. Lohmann (1992), S. 275 und Flood/Isard (1989), S. 621.

<sup>31</sup> Vgl. Blackburn/Christensen (1989), S. 17.

<sup>32</sup> Gleichung (7) abzüglich Gleichung (17). Vereinfachend wird dabei der Phillipskurvenparameter c auf eins normiert.

<sup>33</sup> Also Gleichung (17) abzüglich Gleichung (11).



Da diese Kosten jedoch erst in zukünftigen Perioden anfallen, müssen sie mit der Zeitpräferenzrate  $z$  der Währungsbehörde abdiskontiert werden. Die Gegenüberstellung von Nutzengewinn und (abdiskontierten) Kosten verdeutlicht nun, wann die Reputationslösung stark genug ist, um auf eine Regelbindung der Geldpolitik verzichten zu können:

$$(20) \quad [b^2/(a+b)](1-k)^2 u^*2 > < [b^2/a(1+z)](1-k)^2 u^*2$$

beziehungsweise

$$(21) \quad 1/(a+b) > < 1/(a+az)$$

Auf eine Regelbindung kann somit verzichtet werden, wenn die abdiskontierten Kosten aus Sicht der Notenbank den Nutzen übersteigen. Gemäß Ungleichung (21) ist dies der Fall, wenn  $b > az$ . Dies ist zum einen um so eher gegeben, je kleiner die Zeitpräferenzrate  $z$  der Notenbank ist. Bei einer kleinen Zeitpräferenzrate werden die zukünftigen Kosten der Überraschungsinflation weniger stark abdiskontiert, so daß der entstehende Nutzenverlust mit einem höheren Gewicht in die Zielfunktion der Zentralbank eingeht. Die Währungsbehörde wird dann im stärkeren Maße davon abgehalten, eine Überraschungsinflation zu erzeugen. Zum anderen unterstützt eine relativ große Gewichtung des Beschäftigungsziels in der Zielfunktion der Notenbank den möglichen Verzicht auf eine Regelbindung. Dieses paradox erscheinende Ergebnis läßt sich damit begründen, daß der kosten erhöhende Effekt (die rechte Seite der Ungleichung) stärker mit  $b$  steigt als der kosten reduzierende Effekt der Überraschungsinflation.<sup>34</sup>

Wird nun zusätzlich die realistische Annahme unterstellt, daß die privaten Wirtschaftssubjekte die Zielpräferenzen der Notenbank (oder Regierung) nicht mit absoluter Sicherheit kennen, so kann die Notenbank andererseits den adaptiven Lernprozeß der Wirtschaftssubjekte auch zu ihren Gunsten nützen.<sup>35</sup> Durch die von ihr vollzogenen Maßnahmen offenbart die Notenbank den Wirtschaftsakteuren ihre Zielpräferenzen. Behält eine Notenbank z.B. trotz eines gesamtgesellschaftlich ungewollten Anstiegs der Arbeitslosigkeit ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik bei, so verdeutlicht sie, daß in ihrer Zielfunktion das Preisstabilitätsziel wesentlich höher gewichtet ist als das Wachstums- und Beschäftigungsziel (der Koeffizient  $a$  also viel größer ist als  $b$ ).<sup>36</sup> Diese Notenbank erwirbt unter diesen Umständen den Ruf, sehr preisstabilitätsorientiert zu sein. Der dabei in Kauf genommene Verzicht auf eine Stabilisierung der Beschäftigung kann als Investition in die Reputation der Notenbank verstanden werden.<sup>37</sup> Reputation stellt hierbei ein Kapitalgut dar, das von einer Notenbank durch eine ausreichende Zahl erfolgreicher, geldwertorientierter geldpolitischer Schritte aufgebaut werden kann.<sup>38</sup> Unterliegt die Zentralbank in diesem Modell nur einmal dem Anreiz,

<sup>34</sup> Vgl. Jarchow (1993a), S. 150f.

<sup>35</sup> Für eine ausführlichere Darstellung dieses Modells mit unvollständigen Informationen vergleiche Backus/Driffill (1985) und den Übersichtsartikel von Driffill (1988).

<sup>36</sup> Vgl. Spahn (1997), S. 240.

<sup>37</sup> Vgl. Issing (1997), S. 8 und Blinder (1987), S. 408-410.

<sup>38</sup> Vgl. Barro/Gordon (1983a), S. 604-606 und Weber (1991), S. 62.

mittels einer Überraschungsinflation die Beschäftigung und die Produktion zu erhöhen, so revidieren die Wirtschaftssubjekte ihre Beurteilung der Stabilitätsorientierung der Notenbank. Die resultierende Erhöhung der Inflationserwartungen durch die Wirtschaftssubjekte kann dabei als eine Bestrafung der Notenbank interpretiert werden. Ist die Zeitpräferenzrate der Währungsbehörde nicht extrem hoch, so hat die Notenbank ein eigenes Interesse, ihre unter Umständen unter hohen Kosten erworbene Reputation zu erhalten und auf eine Täuschung der Wirtschaftssubjekte zu verzichten.<sup>39</sup> In diesem Fall könnte eine Regelbindung der Geldpolitik zur Überwindung des Zeitinkonsistenzproblems unnötig sein.<sup>40</sup>

### **3. Erhöhung der Notenbankunabhängigkeit, Berufung eines „konservativen“ Zentralbankgouverneurs und anreizsetzende Kontraktlösungen**

Weitere Vorschläge zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems und zur Erreichung der Optimallösung setzen am institutionellen Umfeld der Geldpolitik und einer Einengung der geldpolitischen Zielfunktion an. Wichtigstes Beispiel hierfür ist die Stärkung der Unabhängigkeit der Zentralbank<sup>41</sup> in Verbindung mit einer (alleinigen) Verpflichtung auf das Geldwertstabilitätsziel. Durch die institutionelle Trennung der wirtschaftspolitischen Ziele – das Beschäftigungs- und Wachstumsziel wird der Regierung zugeordnet – soll den Marktakteuren verdeutlicht werden, daß in der Wohlfahrtsfunktion der Notenbank das Inflationsziel eindeutig dominiert, so daß für sie kein Anreiz besteht, eine Überraschungsinflation zu erzeugen.<sup>42</sup> Im Modell wäre durch die resultierende Veränderung der Zielfunktion Punkt B für die Notenbank nicht länger mit einem höheren Zielerreichungsgrad verbunden, eine Überraschungsinflation wäre daher für sie uninteressant.

Einen ähnlichen Weg zur Erzeugung von Glaubwürdigkeit stellt die Berufung eines „konservativen“ Zentralbankgouverneurs dar, der im Vergleich zur Gesamtgesellschaft

<sup>39</sup> Vgl. Barro (1986a), insbesondere S. 11-14, Persson (1988), S. 522 und Spahn (1996), S. 280f.

<sup>40</sup> In dieser Modellvariante besteht unter bestimmten Rahmenbedingungen (z.B. einem niedrigen Diskontierungsfaktor) die Möglichkeit, daß eine an sich beschäftigungsorientierte Notenbank zur Beibehaltung niedrigerer Inflationserwartungen das Verhalten einer geldwertorientierten Notenbank nur vortäuscht. Daher besteht für den Privatsektor keine vollkommene Sicherheit über die Präferenzen der geldpolitischen Entscheidungsträger, so daß ein Glaubwürdigkeitsdefizit bestehen bleibt. Unter diesen Umständen erreichen die Inflationserwartungen und damit die realisierten Preissteigerungen nicht ohne zusätzliche institutionelle Regelungen ihr optimales, niedriges Niveau. So weist z.B. Barro (1986a), S. 17-20 darauf hin, daß das Erreichen niedriger Inflationserwartungen trotz einer sehr restriktiven Politik verfehlt werden kann, wenn die Wirtschaftssubjekte trotzdem nicht vollständig von der Antiinflationshaltung der Notenbank überzeugt sind. Vgl. auch Persson/Tabellini (1990), S. 58-65. Zudem kann die Reputationslösung nicht aufrecht erhalten werden, wenn ein begrenzter Zeithorizont (etwa eine eindeutig bestimmte Amtsperiode des geldpolitischen Entscheidungsträgers) vorliegt, vgl. hierzu z.B. Persson/Tabellini (1990), S. 40-42.

<sup>41</sup> Für eine ausführliche Erläuterung des Begriffs Notenbankunabhängigkeit siehe Kapitel E.I.

<sup>42</sup> Unterstützung erhielt das Konzept einer unabhängigen Notenbank durch eine empirische Untersuchung von Alesina/Summers (1993), die aufzeigte, daß die dadurch gewonnene Reduzierung des inflation bias nicht zu Lasten einer höheren Variabilität des Volkseinkommens geführt habe, so daß der beschriebene Zielkonflikt vermieden werden konnte. Der Übergang zu einer unabhängigen Notenbank erzeuge somit einen „free lunch“ für die Volkswirtschaft. Allerdings wurden die Ergebnisse der Studie von anderen Autoren angezweifelt, vgl. z.B. Pollard (1993).



über eine überdurchschnittliche Präferenz für das Preisstabilitätsziel verfügt. In dessen Wohlfahrtsfunktion ist also der Koeffizient  $a$  größer als in der sozialen Wohlfahrtsfunktion.<sup>43</sup> Durch diese Ungewichtung in der Präferenzfunktion verlieren expansive Effekte einer Überraschungsinflation auf Beschäftigung und Produktion für die Notenbank an Wert. Der Anreiz zu „betrügen“ ginge verloren, die Nullinflationlösung in Punkt R wäre glaubwürdig, der wohlfahrtsmindernde inflation bias wäre überwunden.<sup>44</sup> Da der Zentralbankgouverneur aber im Gegenzug weniger Wert auf eine Stabilisierung des Volkseinkommens und der Beschäftigung legt, besteht weiterhin ein Zielkonflikt zwischen beiden wirtschaftspolitischen Teilzielen. Rogoff (1985) zeigte aber, daß die gesellschaftliche Gesamtwohlfahrt durch die Berufung eines „konservativen“, besonders inflationsaversen Gouverneurs im Vergleich zur diskretionären Geldpolitik oder einer strikten Regelbindung gesteigert werden kann. Diese institutionelle Regelung stellt somit eine Kompromißlösung dar, bei der der inflation bias auf Kosten einer reduzierten Stabilisierung von Einkommen und Beschäftigung beim Auftreten negativer Schocks vermindert wird.<sup>45</sup> Rogoff wies auch nach, daß aufgrund dieser Notwendigkeit der Abwehr von Schocks eine vollständige Festlegung auf das Geldwertstabilitätsziel (d.h.  $b = 0$ ) nicht vorteilhaft ist, so daß im Ergebnis die Inflationsabneigung des Gouverneurs zur Erreichung des gesellschaftlichen Optimums innerhalb einer bestimmten Grenze liegen müsse.<sup>46</sup>

Lohmann (1992) schlug ihrerseits zur Erhaltung der Stabilisierungsfunktion der Geldpolitik vor, der Regierung das mit positiven, aber begrenzten Kosten verbundene Recht einzuräumen, die an sich unabhängige, inflationsaverse Notenbank zu überstimmen.<sup>47</sup> Die Regierung muß in diesem Modell stets entscheiden, ob die von ihr veranlaßte Stützung der Beschäftigung und des Volkseinkommens mindestens die Überstimmungskosten deckt. Erst ab einer bestimmten Stärke des abzuwehrenden Schocks wird dieser Fall eintreten. Da die Notenbank aber die Entscheidungssituation der Regierung kennt, ergreift sie bereits selbst die notwendigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Beschäftigung, so daß die Regierung letztlich die Notenbank nie überstimmen muß.<sup>48</sup> In Zeiten ohne wirtschaftliche Störung verringert in diesem Modell somit die unabhängige, geldwertorientierte Zentralbank den inflation bias der Geldpolitik. Bei ausgeprägten

<sup>43</sup> Vgl. Rogoff (1985), insbesondere S. 1177-1180.

<sup>44</sup> Dieser Lösungsvorschlag beinhaltet jedoch nur eine Verlagerung des Glaubwürdigkeitsproblems. Die Öffentlichkeit muß in diesem Fall darauf vertrauen, daß der konservative Zentralbanker in Wirklichkeit nicht doch eine niedrigere Inflationsabneigung hat oder entwickelt als bei seiner Berufung angenommen. Zudem muß eine Abberufung des konservativen Zentralbankers durch die Regierung (nahezu) ausgeschlossen sein.

<sup>45</sup> Vgl. Fischer, S. (1994), S. 290.

<sup>46</sup> Vgl. Rogoff (1985), S. 1179.

<sup>47</sup> Flood/Isard (1989) schlugen ein ähnliches Modell vor. Demzufolge soll sich die Notenbank bei gewöhnlichem Wirtschaftsverlauf an eine feste Regel halten, so daß der inflation bias ausgeschaltet wäre. Wenn es aber zu starken Störungen in der Volkswirtschaft käme, sollte die Zentralbank dann mit dem Ziel einer Stabilisierung der Wirtschaft die feste Regelbindung aussetzen. Die Autoren weisen jedoch selbst darauf hin, daß im Zuge der Definition schwerer Störungen erneut Glaubwürdigkeitsprobleme entstehen würden. Können die privaten Akteure z.B. nicht selbst die Ausprägung der Schocks evaluieren, so kann die Zentralbank/Regierung unter dem Verweis auf vermeintliche Schocks erneut die Betrugslösung anstreben.

<sup>48</sup> Vgl. Fischer, S. (1994), S. 290.

wirtschaftlichen Störungen wird dagegen die Geldpolitik zur Stabilisierung der Volkswirtschaft genützt. Die praktische Umsetzung des Modells dürfte jedoch bei der Festlegung der von der Regierung zu tragenden Überstimmungskosten auf Probleme stoßen. Werden die Kosten sehr hoch angesetzt, geht die Geldpolitik für das Stabilisierungsziel erneut weitestgehend verloren. Die Wahl eines niedrigen Kostensatzes erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Überstimmung der Notenbank durch die Regierung, so daß gegenüber der Ausgangssituation wenig gewonnen wäre. Zudem müßten die Kosten der Öffentlichkeit bekannt sein, da diese sonst eine mögliche, inflationserhöhende Überstimmung der Notenbank stets bei ihrer Erwartungsbildung beachten müßte, so daß der inflation bias zumindest teilweise bestehen bliebe.

Als weiterer Ausweg aus dem verbliebenen Zielkonflikt zwischen Preis- und Einkommensstabilisierung wurde ausgehend von einem Prinzipal-Agent-Ansatz vorgeschlagen, den Notenbankakteuren einen Arbeitsvertrag zu geben, in dem persönliche Anreize zur Einhaltung des Preisstabilitätsziels enthalten sind.<sup>49</sup> Denkbar sind eine mehrjährige nominale Fixierung der Vergütung oder Entlassungsklauseln für den Fall einer deutlichen Zielverfehlung. Durch diese Änderung der Zielfunktion verliert die „Betrugslösung“ ebenfalls ihren Reiz für die Notenbank. Dabei muß über eine Veröffentlichung des Vertragsinhalts sichergestellt werden, daß die Regierung die Notenbank tatsächlich beauftragt, die langfristige Wohlfahrt der Gesellschaft anstatt kurzfristiger Beschäftigungsziele zu maximieren. Walsh (1995) und Persson/Tabellini (1993) zeigten, daß im Optimalfall durch die Hinzufügung eines linearen, von der Höhe der realisierten Inflationsrate abhängigen Kostenterms in die Zielfunktion der Zentralbank eine Vertragskonstruktion möglich ist, die den inflation bias ohne eine Beeinträchtigung des konjunkturellen Stabilisierungsziels beseitigt, so daß der Zielkonflikt zwischen beiden Teilzielen der Wirtschaftspolitik aufgehoben wäre.<sup>50</sup>

Wenn jedoch die Ausgangssituation die Unfähigkeit der Exekutive war, sich geldpolitisch glaubwürdig zu binden, so muß gefragt werden, woher die Einhaltung und Durchsetzung des Vertrags seine Glaubwürdigkeit gewinnen sollte.<sup>51</sup> Zudem erfordert bereits die Formulierung des optimalen Kontrakts eine Kongruenz der Zielfunktion der Regierung mit der sozialen Wohlfahrtsfunktion. Eine Bedingung, die nach Ansicht der Theorie der politischen Ökonomie kaum erfüllt sein dürfte. Da die Festlegung des Vertragsinhalts stark durch den Prinzipal Regierung bestimmt wird, unterbleibt bei dieser institutionellen Konstruktion die oft zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems als entscheidend angesehene Entpolitisierung der Geldpolitik. Somit stellt die theoretisch bestechende Walsh-Persson/Tabellini-Lösung nur eine Verlagerung des Glaubwürdigkeitsproblems dar.<sup>52</sup>

<sup>49</sup> Vgl. Walsh (1995) und Persson/Tabellini (1993), insbesondere S. 60-63. Die Regierung ist in diesem Fall der Prinzipal und die Notenbank der Agent. Für eine graphische Darstellung des Ansatzes im Vergleich zur Rogoff-Lösung siehe Illing/Fecht (1998), S. 89-92.

<sup>50</sup> Ist der inflation bias der Geldpolitik jedoch in Erweiterung des Grundmodells von der konjunkturellen Lage der Volkswirtschaft abhängig, ergeben sich sehr komplizierte Verträge, die in der Praxis kaum umsetzbar wären. Vgl. Canzoneri/Nolan/Yates (1996), S. 6-10.

<sup>51</sup> Vgl. Jensen (1997), S. 914f.

<sup>52</sup> Vgl. McCallum (1995), S. 209f. und McCallum (1997), S. 108f. Allerdings wäre die Signalwirkung einer unzureichenden Vertragsdurchsetzung sehr groß, so daß die Regierung analog zum ur-

#### 4. Die Wechselkursanbindung als Instrument der Erhöhung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit

Eine in Europa sehr bedeutende Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems ist die Bindung der inländischen Geldpolitik an eine angesehene, glaubwürdige ausländische Stabilitätspolitik über ein System fester Wechselkurse.<sup>53</sup> Die Bindung an eine Fremdwährung kann dabei als eine außenwirtschaftlich orientierte Regelbindung der Geldpolitik verstanden werden, da Veränderungen des nominellen Wechselkurses begrenzt oder ganz untersagt werden.<sup>54</sup> Ziel dieser Strategie ist es, die Antiinflation-Reputation der ausländischen Zentralbank zu „importieren“ und die Glaubwürdigkeit der eigenen Stabilitätspolitik zu erhöhen. Dadurch käme es zu einer raschen Anpassung der Inflationserwartungen des Privatsektors nach unten, wodurch die realwirtschaftlichen Kosten der Disinflation und des eigenen Reputationsaufbaus verringert werden könnten.<sup>55</sup> So wird argumentiert, daß die Bindung der Lira und des Franc an die D-Mark im Rahmen des Wechselkursmechanismus des EWS von Italien und Frankreich dazu genutzt wurde, die glaubwürdige und stabilitätsorientierte Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zu importieren und so ohne die Kosten einer Rezession die Glaubwürdigkeit ihrer eigenen Geldpolitik zu erhöhen. Die Wechselkursfixierung dient dabei als Disziplinierungsinstrument sowohl für die inländische Währungsbehörde als auch für die sonstigen inländischen Wirtschaftsakteure. Gelingt der Notenbank eine Reduzierung der Inflationsrate auf das Niveau des Partnerlandes nicht, so führt die reale Aufwertung der heimischen Währung zu einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Der resultierende Beschäftigungs- und Einkommensrückgang stellt für die Notenbank einen zusätzlichen Nutzenverlust dar, der in einem System flexibler Wechselkurse in dieser Form nicht besteht. Insbesondere den Tarifpartnern wird dadurch verdeutlicht, daß die Geldpolitik nicht mehr zu einer Akkommodierung überhöhter Lohnabschlüsse bereit und in der Lage ist.<sup>56</sup> In Abbildung B.1 entspräche der glaubwürdige Übergang eines bislang geldpolitisch nicht erfolgreichen Landes zu einer festen Wechselkursbindung einem sprunghaften Übergang von Punkt D zu Punkt R, ohne den volkswirtschaftliche Kosten erzeugenden Umweg über Punkt S.

Allerdings stellt sich auch bei der Wechselkursbindung die Frage, warum das Versprechen der Regierung oder der Notenbank, einen bestimmten Wechselkurs zu halten, glaubwürdiger sein sollte als die Ankündigung einer restriktiven, binnenwirtschaftlich orientierten Geldmengenpolitik. Anstelle der binnenwirtschaftlich orientierten, autonomen Geldpolitik leidet nun die Einhaltung der festgelegten Wechselkursparität unter

---

sprünglichen Modell mit sofortigen negativen Auswirkungen auf die Inflationserwartungen rechnen müßte. Vgl. al-Nowaihi/Levine (1996).

<sup>53</sup> Vgl. Giavazzi/Pagano (1988).

<sup>54</sup> Vgl. Fischer, S. (1994), S. 289f.

<sup>55</sup> Vgl. Egebo/Englander (1992), S. 46.

<sup>56</sup> Fratianni/von Hagen (1992), S. 63f. und S. 66f. weisen darauf hin, daß die Mitgliedschaft von Ländern wie Italien im EWS bei der Bundesbank den Anreiz für eine Betrugslösung erhöht, so daß es zu einer Verringerung der Glaubwürdigkeit der Bundesbank und damit zu Wohlfahrtsverlusten kommen könne.

Glaubwürdigkeitsproblemen.<sup>57</sup> Somit verschiebt eine Wechselkursbindung das Glaubwürdigkeitsproblem ebenfalls nur auf eine neue Ebene, anstatt es zu lösen. Auch bei einer Wechselkursbindung kann die Notenbank mittels einer überraschenden Abwertung „betrügen“.<sup>58</sup> Voraussetzung für den Erfolg dieses Ansatzes zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems ist daher, daß eine Verletzung des Wechselkursziels höhere Kosten als der Verstoß gegen ein binnenwirtschaftlich orientiertes Ziel, z.B. ein Geldmengenziel, erzeugt, so daß ähnlich wie bei der Kontraktlösung ein weiterer Kostenfaktor in die Zielfunktion der geldpolitischen Entscheidungsträger eingeht. Solche möglichen Zusatzkosten können z.B. in den Verhandlungskosten zur Erreichung der Zustimmung der Partnerregierungen zu einer Leitkursanpassung und in einem höheren (internationalen) Ansehensverlust der geldpolitischen Entscheidungsträger gesehen werden.<sup>59</sup>

Ein wesentlicher Vorteil einer Wechselkursbindung gegenüber z.B. einer Geldmengenregel wird außerdem darin gesehen, daß diese Größe direkt und ohne zeitliche Verzögerung von jedem Marktteilnehmer beobachtet werden kann, so daß Zielverfehlungen der Währungsbehörde sofort und für jeden offensichtlich sind. Zudem ist der Einfluß von Wechselkursen auf die Preisentwicklung für viele Wirtschaftsakteure einfacher verständlich.<sup>60</sup> Außerdem kann die gesellschaftliche Akzeptanz der Stabilisierungspolitik höher sein, wenn die Regierung diese mit den außenwirtschaftlichen Zwängen der Wechselkursbindung begründen kann.

Jedoch kann auch beim Mechanismus der Wechselkursbindung ein Zielkonflikt zwischen Inflationsziel und Stabilisierungsziel entstehen, wenn in den betroffenen Staaten unterschiedliche Schocks auftreten oder unterschiedliche Stabilisierungsvorstellungen vorliegen. In diesen Fällen stellt der Verzicht auf eine autonome, den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen angepaßte Geldpolitik zur Überwindung des inflation bias einen Kostenfaktor dar, der Ausdruck in Beschäftigungs- und Wachstumseinbußen findet. Ist der Einkommens- und Beschäftigungsrückgang aufgrund der Fixierung des Wechselkurses größer als die durch den inflation bias verursachten Kosten, entsteht für die Notenbank ein Anreiz, die Geldpolitik zu lockern, und die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung geht wiederum verloren.<sup>61</sup>

<sup>57</sup> So zeigte die Entwicklung von 1979 bis 1987, einer Phase, in der es im EWS zu häufigen Leitkursanpassungen kam, daß die Outputverluste im Zuge einer Verringerung der Inflationsraten in den EWS-Staaten entgegen der Aussagen des Modells nicht niedriger waren als in den OECD-Staaten. Vgl. Dornbusch (1989), S. 190f.

<sup>58</sup> Vgl. Fratianni/von Hagen (1992), S. 64f.

<sup>59</sup> Vgl. Canzoneri/Nolan/Yates (1996), S. 2. Ergänzend sollte zur Erklärung der Beliebtheit von Wechselkursbindungen darauf hingewiesen werden, daß diese auch einen nicht geldpolitischen Vorteil in Form einer Förderung des Außenhandels und der damit verbundenen Wohlfahrtseffekte besitzen.

<sup>60</sup> Vgl. Mishkin (1999), S. 2f.

<sup>61</sup> Hierin kann eine wichtige Ursache für die EWS-Krisen 1992/93 gesehen werden. Siehe Kapitel F.

## 5. Das direkte Inflationsziel und geldpolitische Transparenz

Durch die Einführung eines direkten Inflationsziels verpflichtet sich die Notenbank gegenüber der Öffentlichkeit, ihre Geldpolitik so auszugestalten, daß ein bestimmtes Inflationsniveau nicht überschritten wird. Ein direktes Inflationsziel stellt das Ergebnis der Geldpolitik verstärkt in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit und soll so den Bindungscharakter erhöhen. Svensson (1995) zeigte, daß durch die Wahl eines Inflationsziels, das unterhalb der gesellschaftlich erwünschten Preissteigerungsrate liegt,<sup>62</sup> ähnlich wie bei der Kontraktlösung von Walsh der inflation bias der Geldpolitik vermieden und der Zielkonflikt zwischen Preis- und Einkommensstabilisierung gelöst werden könne.<sup>63</sup> Der Vorteil eines direkten Inflationsziels gegenüber der Kontraktlösung von Walsh bestünde dabei in einer einfacheren Implementierung.

Letztendlich ist ein direktes Inflationsziel aber nicht glaubwürdiger als die Ankündigung der im Modell betrachteten Zentralbank in Punkt R, eine Nullinflationspolitik zu verfolgen.<sup>64</sup> Die Beibehaltung des ursprünglich festgelegten Inflationsziels ist nicht gewährleistet. Daher wurde die Einführung eines direkten Inflationsziels in den meisten Staaten mit einer Erhöhung der Transparenz der Notenbankpolitik und einer Ausweitung der Rechenschaftspflichten der Zentralbank verbunden.<sup>65</sup> Die verstärkte Öffentlichkeitsarbeit der geldpolitischen Behörden soll den Wirtschaftssubjekten den geldpolitischen Entscheidungsprozeß verdeutlichen und ihnen als Nachweis dafür dienen, daß die Notenbank kurzfristige Ziele bei ihren Entscheidungen nicht zu hoch gewichtet.<sup>66</sup> Über eine verstärkte öffentliche Kontrolle wird zudem ein Disziplinierungsdruck auf die Notenbank ausgeübt, die im Mißerfolgsfall mit raschen Sanktionen rechnen muß.<sup>67</sup> Dadurch soll das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Solidität der Geldpolitik gestärkt werden. Im Vergleich zu einer Geldmengen- oder Wechselkursstrategie soll die erhöhte Transparenz geldpolitischer Maßnahmen das Fehlen eines Zwischenziels, das den Marktakteuren als Orientierungsgröße dient, kompensieren

<sup>62</sup> Der wesentliche Unterschied zur Lösung Rogoffs besteht darin, daß dieser der Notenbank relativ zu den Präferenzen der Gesamtgesellschaft einen höheren *Gewichtungsfaktor* des Preisstabilitätsziels zuweist, während Svensson der Notenbank eine niedrigere als die gesellschaftlich optimale *Zielinflationsrate* zuordnet.

<sup>63</sup> Vgl. auch Briault/Haldane/King (1996), S. 13-15.

<sup>64</sup> So kommt Svensson (1993) anhand einer Untersuchung von Kapitalmarktdaten zu dem Ergebnis, daß die Ankündigung eines Inflationsziels in Schweden keine Glaubwürdigkeit gewinnen konnte. Für Kanada sind die Ergebnisse nicht eindeutig, in Neuseeland konnte anfänglich ebenfalls keine Steigerung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit festgestellt werden. Erst nachdem es dort zu einer deutlichen Reduzierung des Inflationsniveaus gekommen war, stieg die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels. Dies läßt vermuten, daß Reputationseffekte auch bei der Verkündung eines direkten Inflationsziels entscheidend sind.

<sup>65</sup> Vgl. Bernanke/Mishkin (1997), S. 1.

<sup>66</sup> Vgl. Briault/Haldane/King (1996), S. 22-25.

<sup>67</sup> Jedoch kann die verstärkte Kontrolle der Notenbank von der Öffentlichkeit auch dazu genutzt werden, eine Angleichung der Zielpräferenzen der Zentralbank an die gesamtgesellschaftlichen Präferenzen zu erzwingen. Dem Rogoff-Modell folgend hätte dies eine Erhöhung der realisierten Inflationsrate in der Volkswirtschaft zur Folge und wäre daher suboptimal. Dies kann ein Grund sein, warum die EZB eine noch weitergehende öffentliche Rechenschaftspflicht etwa über eine Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle ablehnte. Vgl. Remsperger (1998b), S. 5 und Duisenberg (1998a), S. 2.



und so Glaubwürdigkeit erzeugen.<sup>68</sup> Gleichzeitig ermöglicht die Verfolgung eines Inflationsziels der Notenbank aber im Vergleich zu einer festen Regelbindung ein gewisses Maß an diskretionärem Spielraum. Dadurch wird der Zielkonflikt zwischen Preisstabilitäts- und Beschäftigungsziel zumindest entschärft. Befürworter dieser Strategie sehen daher ein direktes Inflationsziel als eine in der Realität mögliche Umsetzung einer flexiblen Feedback-Regel an.<sup>69</sup>

### III. Evaluierung der Ergebnisse des Zeitinkonsistenzmodells

Neben den bereits erwähnten einzelnen Kritikpunkten, wie z.B. den Zweifeln an einer Instrumentalisierung der Inflationsrate durch die Notenbank und der Einperiodizität des Basismodells, ist das dargestellte Modell der Zeitinkonsistenz insbesondere von geldpolitischen Entscheidungsträgern grundsätzlich in Frage gestellt worden. So ist das frühere Mitglied der amerikanischen Notenbank Alan Blinder Bezug nehmend auf die Theorie der Zeitinkonsistenz der Auffassung, daß „academic economists have been barking loudly up the wrong tree“ und daß „this theoretical problem is a nonproblem in the real world“.<sup>70</sup> Insbesondere bezweifelt er, daß Notenbanker einen Anreiz verspüren, mittels einer Überraschungsinflation die Beschäftigung zu erhöhen. Dies begründet er zum einen damit, daß Notenbanker grundsätzlich „konservativ“ im Sinne Rogoffs seien. Zum anderen sei den geldpolitischen Entscheidungsträgern bewußt, daß der Versuch, eine Beschäftigung oberhalb des natürlichen Niveaus zu erreichen, mittelfristig nur inflationäre Auswirkungen habe und so zu suboptimalen Ergebnissen führen würde.<sup>71</sup> Auch die im Modell genannten Gründe wie eine Verzerrung des Arbeitsangebots aufgrund von Steuern und Unterstützungszahlungen würden kaum ausreichend erscheinen, um daraus einen Anreiz für die geldpolitischen Entscheidungsträger abzuleiten, eine über das natürliche Niveau hinausgehende Beschäftigung anzustreben. Daher sei der Koeffizient  $k$  in der Zielfunktion der Notenbanken niemals kleiner als eins, sondern genau eins.<sup>72</sup> In diesem Fall geht aber für die Notenbank die Vorteilhaftigkeit der Betrugslösung verloren, sie würde aus eigenem Nutzenoptimierungskalkül heraus eine Inflationsrate von null anstreben, der inflation bias einer diskretionären Geldpolitik wäre aufgelöst.

<sup>68</sup> Vgl. Cottarelli/Giannini (1997), S. 6. Ein weiterer Grund für die Erhöhung der geldpolitischen Transparenz ist die wachsende Bedeutung, die Finanzmärkte und Erwartungen in den Transmissionsmechanismen der Geldpolitik einnehmen. Vgl. BIZ (1998), S. 79-83.

<sup>69</sup> Vgl. King (1997), S. 94-97. Dieser Auffassung kann widersprochen werden. So kennt die Öffentlichkeit trotz aller Transparenz bei einem Inflationsziel im Normalfall im Unterschied zum Fall einer veröffentlichten Feedback-Regel nicht die Reaktionsfunktion der Notenbank beim Auftreten von Schocks, so daß beide Strategien nur eine geringe Ähnlichkeit haben. Eine ausführlichere Darstellung der Vor- und Nachteile eines direkten Inflationsziels erfolgt in Kapitel F.II.5.1. am Beispiel Großbritanniens und in Kapitel E.VI.2. in Bezug auf die EZB.

<sup>70</sup> Beide Zitate: Blinder (1997), S. 13.

<sup>71</sup> Vgl. auch McCallum (1995), S. 208f. und McCallum (1997), S. 103-105.

<sup>72</sup> Vgl. Blinder (1997), S. 14. Ein Ziel von Kapitel F wird es aber sein aufzuzeigen, daß diese Erkenntnis zumindest in den sechziger und siebziger Jahren noch nicht von allen Regierungen und Notenbanken geteilt wurde.

Auch Charles Goodhart, Berater der Bank of England, teilt grundsätzlich diese Meinung. Zusätzlich kritisiert er, daß das Modell ausschließt, daß sich die Wirtschaftssubjekte einfach durch eine Indizierung ihrer Verträge oder eine Anpassung des Zeitpunkts des Abschlusses von z.B. Tarifverträgen vor einer Überraschungsinflation schützen.<sup>73</sup> Schließlich ist das Modell nicht mit bestimmten makroökonomischen Daten der Realität in Übereinstimmung zu bringen. So könnte die im internationalen Vergleich starke Zunahme der Arbeitslosigkeit in Deutschland im Zuge einer auf eine Reduzierung der Inflationsrate ausgerichteten Geldpolitik der im Modell abgeleiteten These widersprechen, daß eine glaubwürdige Notenbank wie die Bundesbank dazu ohne realwirtschaftliche Kosten in der Lage wäre.<sup>74</sup>

Trotz dieser berechtigten Kritikpunkte an der Theorie der Zeitinkonsistenz muß dieser zugute gehalten werden, daß sie noch einmal die Bedeutung der Inflationserwartungen und deren Beeinflussung durch das Verhalten der Notenbank ins Zentrum der Diskussion gerückt hat. Sie verdeutlicht, welche Rolle der Begriff der Glaubwürdigkeit für die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Geldpolitik hat. Zudem zeigt sie auf, welche institutionellen Rahmenbedingungen und konzeptionellen Ausgestaltungsformen für eine stabilitätsorientierte, glaubwürdige Geldpolitik vorteilhaft sein können. Zu nennen sind hierbei insbesondere eine hohe Präferenz der Gesamtgesellschaft für Preisstabilität, eine eindeutige Zielsetzung der Geldpolitik in Form des Geldwertstabilitätsziels, die Unabhängigkeit der Notenbank zur Vermeidung von Zielkonflikten und eine für die Öffentlichkeit leichte Überprüfbarkeit der Zieleinhaltung anhand eines Zwischenziels oder einer hohen Transparenz der Geldpolitik.

Im weiteren Verlauf der Arbeit soll daher unter anderem untersucht werden, inwieweit die Erkenntnisse dieser Theorie Einzug in die Geldpolitik der europäischen Staaten und in die Ausgestaltung der Europäischen Währungsunion gefunden haben.

Die Theorie der Zeitinkonsistenz der Geldpolitik befaßt sich somit überwiegend damit, aufzuzeigen, daß die Geldpolitik aufgrund der Vielzahl der durch sie kurzfristig erreichbaren Ziele einem Glaubwürdigkeitsproblem unterliegt, das zu einer Verfehlung des Geldwertstabilitätsziels führt, falls nicht institutionelle Regelungen über eine Kanalisierung der Anreizstrukturen dies verhindern. Andererseits betrachtet sie nicht die Probleme, die bei der Umsetzung der Geldpolitik – selbst bei einer eindeutigen Präferenz der Notenbank für das Geldwertstabilitätsziel – entstehen können. Wichtigste Ursache hierfür ist, daß die Geldpolitik nicht direkt auf die makroökonomischen Zielgrößen wirkt, sondern ihre Effekte indirekt über verschiedene Transmissionsmechanismen auf die Realwirtschaft überträgt. Diese Problematik soll im nächsten Abschnitt theoretisch dargestellt werden, um so die Grundlage für die darauffolgende empirische Betrachtung zu legen.

<sup>73</sup> Vgl. Goodhart (1994), S. 103f.

<sup>74</sup> Vgl. Posen (1993), S. 42-44, Fischer, S. (1994), S. 299-301 und Spahn (1998), S. 12f. Jedoch sollte bei diesem Argument beachtet werden, daß eine Vielzahl anderer Faktoren außer der Geldpolitik die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in einer Volkswirtschaft beeinflussen.

#### **IV. Die geldpolitische Konzeption einer Notenbank: Ziel, Zwischenziel, Instrumente und Transmissionsmechanismen**

##### **1. Das System von Endzielen, Zwischenzielen und Instrumenten als geldpolitische Konzeption einer Notenbank**

Eine Notenbank kann mit Hilfe der Geldpolitik verschiedene Ziele verfolgen, z.B. Vollbeschäftigung, Geldwertstabilität oder außenwirtschaftliches Gleichgewicht. Diese Ziele können ihr von der Regierung, dem Gesetz oder aufgrund ihrer funktionellen Unabhängigkeit von ihr selbst vorgegeben worden sein. Gegenwärtig ist es das oberste Ziel der meisten Notenbanken, die Stabilität des Geldwertes (sowohl Binnen- als auch Außenwert) zu sichern. Da Notenbanken dieses Ziel nicht direkt erreichen können, die Geldpolitik zudem mit zeitlichen Verzögerungen (Time-lags) verbunden ist und andere gesellschaftliche Gruppen, wie z.B. Regierung und Tarifparteien, Einfluß auf das Preisniveau in einer Volkswirtschaft haben, versuchen die Notenbanken, ihr Ziel über bestimmte Wirkungsketten zu erreichen. Dieser Wirkungsablauf vom Instrumenteneinsatz bis zum Endziel wird als geldpolitischer Transmissionsmechanismus bezeichnet.<sup>75</sup>

Mit Hilfe der ihr zur Verfügung stehenden Instrumente steuert die Notenbank die Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld („Liquidität“) und beeinflusst maßgeblich die (sehr) kurzfristigen Zinssätze auf dem Geldmarkt.<sup>76</sup> Über Anpassungsprozesse bei den Banken und auf den Finanzmärkten erzielen die Notenbanken indirekte Auswirkungen auf das längerfristige Zinsniveau. Im Ergebnis verändern sich das Kreditangebot der Banken und die Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte. Das resultierende gesamtwirtschaftliche Kreditvolumen hat wiederum wesentliche Auswirkungen auf das Investitionsvolumen, die Konsumnachfrage und somit auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Zusätzlich ist das Kreditvolumen einer der wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung weitgefaßter Geldmengenaggregate. Über die Beeinflussung dieser Zwischengrößen gewinnen die Notenbanken schließlich Einfluß auf das Preisniveau.<sup>77</sup>

Um den Erfolg ihrer Politik vor Ablauf des Time-lags abschätzen zu können, beobachten viele Zentralbanken einzelne monetäre Größen, die Bestandteil des Transmissionsweges sind. Solche Größen werden als Indikatoren oder – wenn die Notenbank ausdrücklich eine bestimmte Entwicklung dieser Größe anstrebt – als Zwischenziele bezeichnet.<sup>78</sup> Zusätzlich dient das Zwischenziel der Öffentlichkeit als geldpolitische Orientierungsgröße und hilft der Notenbank somit, die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte zu steuern.<sup>79</sup> Ein Zwischenziel muß dabei in engem und stabilem Zusammenhang zum Endziel stehen, eine quantifizierbare und meßbare Größe sein

<sup>75</sup> Vgl. Issing (1996a), S. 155.

<sup>76</sup> Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 393f.

<sup>77</sup> Vgl. Remsperger (1999b), S. 1f.

<sup>78</sup> Für eine genauere definitorische Unterscheidung von Zwischenzielen und Indikatoren der Geldpolitik und einer ausführlichen Behandlung der im folgenden angeführten Beispiele vergleiche Issing (1996a), S. 179-204.

<sup>79</sup> Vgl. Berk (1998), S. 147.



und von der Notenbank kontrolliert werden können, so daß sie mit ihren Instrumenten ausreichend Einfluß auf die Variable besitzt. Die erste Bedingung begünstigt die Wahl einer Zwischenzielgröße, die innerhalb des Transmissionsweges möglichst nahe am Endziel liegt. Die Bedingung der Kontrollierbarkeit und Steuerbarkeit der Variablen durch die Notenbank spricht dagegen für die Wahl einer monetäre Größe, die nahe am Einflußbereich der Zentralbank liegt. Mögliche Zwischenzielgrößen sind z.B. Geldmengenaggregate, Devisenwechselkurse, Wachstumsraten des Sozialprodukts, die Bankenliquidität oder Zinssätze.<sup>80</sup> Die konkrete Auswahl einer Zentralbank bezüglich Endziel, Zwischenziel und Instrumenten wird im folgenden als geldpolitische Konzeption bezeichnet.

Im folgenden Abschnitt sollen in allgemeiner Form die einzelnen Teileffekte des geldpolitischen Transmissionsmechanismus dargestellt werden. Da dieser Prozeß mehrstufig gegliedert ist, werden zuerst die Auswirkungen der Notenbankpolitik auf das Bankensystem und die Finanzmärkte und anschließend die Effekte, die sich im Verhalten der Unternehmen und Haushalte ergeben, untersucht werden.<sup>81</sup>

## 2. Darstellung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen

Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik verläuft in der Regel mehrstufig (siehe Abbildung B.2). Zwar sind auch unmittelbare Auswirkungen der Notenbankpolitik auf den Nichtbankensektor zu beachten (z.B. bei Offenmarktgeschäften der Zentralbank mit Nichtbanken oder durch die Veränderung der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte), jedoch erzielen geldpolitische Maßnahmen in bankorientierten Volkswirtschaften ihre Wirkung überwiegend durch die Beeinflussung des Geschäftsverhaltens der Kreditinstitute. In marktorientierten Systemen wirkt sich die Geldpolitik vor allem über die Änderung der Bedingungen an den Finanzmärkten aus. Erst diese Veränderungen verursachen dann Verhaltensreaktionen der Unternehmen und Haushalte und damit schließlich Auswirkungen auf die geldpolitischen Endziele.

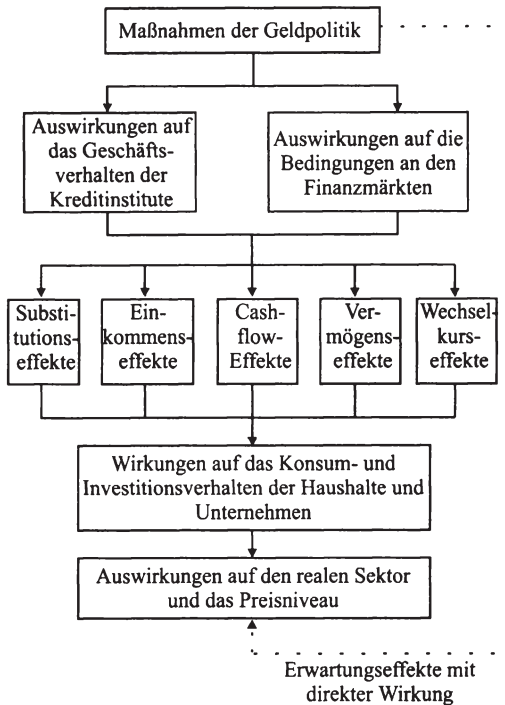
Wie in Abbildung B.2 zu erkennen ist, hängt der Erfolg der Notenbankpolitik davon ab, wie Banken, sonstige Finanzintermediäre, Finanzmärkte, Unternehmen und Haushalte auf den ursprünglichen monetären Impuls der Zentralbank reagieren. Entscheidenden Einfluß auf das Reaktionsmuster der Wirtschaftssubjekte üben dabei auch die institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik, insbesondere Aufbau und Struktur des Bankensystems, Bedeutung und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sowie die Finanzstrukturen der Unternehmen und Haushalte aus. Die Abbildung beschreibt jedoch nicht, wie die Anpassungsprozesse der Wirtschaftssubjekte auf den monetären Impuls der Notenbank konkret ausgestaltet sind. Dies soll im weiteren in kurzer Form dargestellt werden.<sup>82</sup>

<sup>80</sup> Für eine Kritik einer zwischenzielorientierten Strategie vergleiche z.B. Friedman, B. (1977).

<sup>81</sup> Ein Überblick über die einer Notenbank zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente wird in Kapitel E konkret an den Beispielen der Bank of England, der Banque de France und der Banca d'Italia gegeben werden. Eine allgemeine Darstellung bieten z.B. Issing (1996a), S. 71-153 oder Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 381-455.

<sup>82</sup> Dabei wird nicht explizit zwischen den verschiedenen, unterschiedliche Komponenten betonenden Theorienzweigen (z.B. traditionellem Zinsansatz, Kreditverfügbarkeitsansatz oder vermögenstheo-

Abbildung B.2: Geldpolitische Transmissionsmechanismen



Quelle: eigene Darstellung

## 2.1. Wirkungsmechanismen der Geldpolitik im Bankensektor und auf den Finanzmärkten

Die Analyse der Reaktion von Kreditinstituten auf monetäre Impulse der Notenbank basiert auf den geschäftspolitischen Zielsetzungen der Banken. Deren Streben nach Gewinnmaximierung wird von der Notwendigkeit der Liquiditätserhaltung eingeschränkt, da eine Bank beständig Zahlungen in Zentralbankgeld leisten können muß. Da aber die rentabelsten Anlagen, wie z.B. langfristige Kredite, den geringsten Liquiditätsgrad haben, bewegt sich eine Bank stets im Zielkonflikt. Demzufolge muß sie beständig eine aus ihrer Sicht optimale Zusammensetzung ihrer Aktiva und Passiva erreichen.<sup>83</sup>

retischem Ansatz) unterschieden werden. Siehe hierfür z.B. Mishkin (1996), Duwendag et al. (1993), S. 247-299 oder die Berichte des Symposiums „The Monetary Transmission Mechanism“ in der Herbstausgabe des Journals of Economic Perspectives von 1995 (Vol. 9, No. 4).

<sup>83</sup> Vgl. Issing (1996a), S. 160-164.

Geldpolitische Maßnahmen der Notenbank stören ein solches zuvor bestehendes Gleichgewicht und lösen folglich Anpassungsreaktionen der Kreditinstitute aus. Kauft die Zentralbank z.B. im Zuge einer expansiven Geldpolitik Wertpapiere der Geschäftsbanken am offenen Markt auf, so halten diese mehr Liquidität und weniger zinstragende Aktiva als ursprünglich beabsichtigt. Um weitere Liquiditätszuflüsse zu vermeiden, wird ein Kreditinstitut daraufhin seine Zinskonditionen für Kundeneinlagen senken, wodurch Sparen für Nichtbanken unattraktiver werden kann. Um die Rentabilität ihrer Portfolios wieder zu erhöhen, können die Banken außerdem langfristige Wertpapiere am Kapitalmarkt kaufen oder verstärkt Kredite an Nichtbanken vergeben (erhöhte Kreditverfügbarkeit als Mengenkomponekte der Geldpolitik). Durch dieses erweiterte gesamtwirtschaftliche Kreditangebot sinken zudem die Zinsen am Kapitalmarkt und bei Bankkrediten (niedrigere Kreditkosten als Preiskomponekte der Geldpolitik). Die veränderten Kreditbedingungen in der Volkswirtschaft können nun expansive Effekte im Investitions- und Konsumverhalten der Nichtbanken auslösen.<sup>84</sup> Umgekehrte Prozesse erfolgen nach einer restriktiven geldpolitischen Maßnahme der Notenbank.

Die bisherige Beschreibung stellte Reaktionen des Bankensystems und der Finanzmärkte auf geldpolitische Maßnahmen nebeneinander dar. Der kredittheoretische Erklärungsansatz („credit view“) geht jedoch aus institutioneller Sicht davon aus, daß Bankkredite und auf den Finanzmärkten aufgenommene Kredite für die Unternehmen und Haushalte keine vollkommenen Substitute sind.<sup>85</sup> Eine mögliche Ursache hierfür ist eine hohe Bedeutung des Mittelstands in der Wirtschaftsstruktur einer Volkswirtschaft, so daß vielen Unternehmen aufgrund ihrer geringen Größe der direkte Zugang zu den Finanzmärkten versperrt ist.<sup>86</sup> Ein weiterer Grund könnte in einer fehlenden Ausreifung und Tiefe der bestehenden Finanzmärkte gegeben sein. In der Folge kommt Banken im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine besondere Rolle zu, so daß in einem bankorientierten im Vergleich zu einem marktorientierten Finanzsystem unterschiedliche Wirkungskanäle zu beachten sind.<sup>87</sup> So muß die Notenbank in einem bankorientierten Finanzsystem überwiegend Instrumente wählen, die das Geschäftsverhalten der Banken beeinflussen, wie z.B. feste Refinanzierungsfazilitäten oder die Mindestreservpolitik. Zudem muß sich die Zentralbank bewußt sein, daß durch die Zwischenschaltung des Bankensystems ihre geldpolitischen Impulse gege-

<sup>84</sup> Vgl. Duwendag et al. (1993), S. 264f. Diese positiven Effekte müssen aber nicht zwangsläufig eintreten. Erwarten die Banken steigende Zinsen am Kapitalmarkt oder zunehmende Kreditausfälle aufgrund einer aufkommenden Rezession, könnte sich die Liquiditätspräferenz der Banken erhöhen, so daß die neue Zusammensetzung ihres Portfolios bereits optimal wäre, und sie keine Wertpapiere kaufen oder neue Kredite vergeben würden. Außerdem könnten etwa im Zuge pessimistischer Erwartungen Erweiterungen der Investitions- und Konsumausgaben der Nichtbanken unterbleiben.

<sup>85</sup> Für eine ausführliche Beschreibung des kredittheoretischen Ansatzes siehe z.B. Bernanke/Blinder (1988), Bernanke/Gertler (1995), Bernanke (1993b) oder Gertler/Gilchrist (1993).

<sup>86</sup> Vgl. Chami/Cosimano/Fullenkamp (1999), S. 5 und Hubbard (1994), S. 10-12.

<sup>87</sup> Vgl. z.B. Bernanke (1993b), Davis (1994) und Dimsdale (1994). Die Besonderheit der Banken im Kreditvermittlungsprozeß beruht zum einen auf ihrem Kompetenzvorsprung bei der Beurteilung von Kreditrisiken. Zum anderen erfüllen sie eine Transformationsfunktion bezüglich Kreditgröße, -risiko und -fristigkeit. Vgl. Diamond (1984), Kashyap/Stein (1997), S. 4 und Berk (1998), S. 152f.

benenfalls verzögert und unvollständig an die Kreditnehmer und Sparer weitergegeben werden könnten.

Der „money view“ vertritt dagegen die Auffassung, daß Bankkredite und auf den Finanzmärkten aufgenommene Kredite vollkommene Substitute darstellen, so daß die Unterscheidung zwischen bank- und marktorientierten Finanzsystemen keine geldpolitischen Konsequenzen hätte.<sup>88</sup> In Kapitel F soll unter anderem gezeigt werden, daß diese Aussage kritisch zu hinterfragen ist.<sup>89</sup>

## **2.2. Wirkungsmechanismen der Geldpolitik im Unternehmens- und Haushaltssektor**

Zentrale Steuerungsgröße der Geldpolitik ist in den meisten Staaten der Tagesgeld-Zinssatz auf dem Geldmarkt.<sup>90</sup> Eine Erhöhung des Geldmarktzinsniveaus durch restriktive geldpolitische Maßnahmen der Notenbank führt, wie gesehen, im Rahmen des liability managements der Geschäftsbanken über Substitutionsprozesse zunächst zu einem Anstieg der Zinsen für kurzfristige Termineinlagen. Die Gewährleistung der relativen Attraktivität langfristiger Anlagen erfordert dann zumeist auch einen Anstieg der Renditen im langfristigen Bereich, so daß es zu einer allgemeinen Erhöhung des Zinsniveaus in der Volkswirtschaft kommt. Führt die restriktive Geldpolitik der Notenbank bei den Marktteilnehmern jedoch zu sinkenden Inflationserwartungen, so kann der Anstieg des Kapitalmarktzinsniveaus auch unterbleiben oder sich sogar ins Gegenteil verkehren.

Die Wirkungen der Geldpolitik auf die realwirtschaftliche Entwicklung vollzieht sich anschließend über mehrere Kanäle. Die Übertragung zinspolitischer Impulse auf den realen Sektor erfolgt vor allem über den Substitutionseffekt, den Einkommens- und Cashflow-Effekt, den Vermögenseffekt und den Wechselkurseffekt.<sup>91</sup> So erhöhen steigende Kapitalmarktzinsen tendenziell die Attraktivität des Sparens. Der resultierende Anstieg der Sparquote ist dann mit einem entsprechenden Rückgang der Konsumgüternachfrage verbunden (Substitutionseffekt). Höhere Zinserträge bei Finanzanlagen verringern außerdem die Attraktivität von Investitionen in Sachkapital und verteuern die Kreditfinanzierung (Kapitalkosteneffekt), so daß es auch zu einem Rückgang der Nachfrage nach Investitionsgütern kommen kann. Ein Anstieg des Zinsniveaus bewirkt daher sowohl über die Konsum- als auch über die Investitionskomponente einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Ein verändertes Zinsniveau führt im Privatsektor zu einer Änderung der Zinszahlungsströme der privaten Haushalte und der Unternehmen. Diese Wirkung einer geld-

<sup>88</sup> Vgl. Chami/Cosimano/Fullenkamp (1999), S. 4f. und Hubbard (1994), S. 2-4.

<sup>89</sup> Ebenfalls kritisch zum Modell des money view äußern sich z.B. Neumann (1995) und Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 558-561.

<sup>90</sup> Abweichend von den kontinentaleuropäischen Konzepten steht jedoch z.B. bei der Bank of England die Beeinflussung des Zinssatzes für Dreimonatsgeld im Zentrum der Geldpolitik. Vgl. Borio (1997b), S. 24-38.

<sup>91</sup> Vgl. Ohr (1996a), S. 80f. und die dort zitierte Literatur sowie Smets (1995), S. 236-241 und Schieber/Heinbücher (1996), S. 330f.

politischen Maßnahme wird als Einkommens- oder Cash-Flow-Effekt bezeichnet.<sup>92</sup> Das Ausmaß und die Bedeutung dieses Wirkungskanals hängen entscheidend von der Struktur und der Zinsreagibilität des Vermögens und der Verbindlichkeiten der Haushalte und Unternehmen ab. Je höher der Verschuldungsgrad oder der Vermögensbestand des Privatsektors ist und je rascher eine Zinsanpassung aufgrund kurzer Kreditlaufzeiten oder der Dominanz variabler Zinsvereinbarungen erfolgt, desto größer ist c.p. die Wirkung dieses Effekts.<sup>93</sup> Ein Anstieg der Zinsen hat z.B. eine Erhöhung der Zinseinnahmen bei den Gläubigern zur Folge, auf der anderen Seite werden die Schuldner durch höhere Zinszahlungen belastet. Dennoch hat ein Zinsanstieg, selbst wenn die privaten Haushalte in ihrer Gesamtheit zumeist Nettogläubiger verzinster Anlagen sind, nicht zwangsläufig einen expansiven Effekt auf die Konsumausgaben. Zum einen passen Kreditinstitute ihre Soll- und Habenzinsen nach einem Zinsschritt der Notenbank nicht unbedingt gleichzeitig und in gleichem Ausmaß an, zum anderen können Gläubiger und Schuldner innerhalb des Sektors der privaten Haushalte asymmetrisch auf eine Veränderung der Zinszahlungsströme reagieren: Der Schuldner kann oder muß eventuell sogar aufgrund steigender Zinslasten seine Konsumausgaben deutlich reduzieren, während der Gläubiger aufgrund einer nur relativ geringen marginalen Konsumneigung seine Ausgaben trotz der gestiegenen Einnahmen kaum erhöht (Fisher-Effekt<sup>94</sup>).

Zinsänderungen beeinflussen als veränderte Diskontierungsfaktoren zukünftiger Zahlungsströme den Wert von Vermögensgegenständen, wie z.B. Immobilien oder Aktien. Zinserhöhungen führen c.p. zu einem Wertverlust der Aktiva. Der Eigentümer kann durch diese Abnahme seines Vermögens zu einer Reduzierung seiner Ausgaben veranlaßt werden, so daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt. Dienen Vermögenswerte zudem als Sicherheiten für Kredite, so kann ein Rückgang der Vermögenswerte zu einer Beschneidung der Kreditlinien durch den Kreditgeber führen und so ebenfalls zu einer Verringerung der Konsum- oder Investitionsnachfrage beitragen.<sup>95</sup> Dieser Vermögenseffekt ist um so größer, je höher und zinssensitiver der Wert der von den Haushalten und Unternehmen gehaltenen Vermögensgegenstände ist.

Schließlich beeinflussen Zinsveränderungen bei flexiblen Wechselkursen zumeist den Außenwert einer Währung, was in aller Regel Auswirkungen auf den Außenbeitrag hat. Ein höheres Zinsniveau löst c.p. über eine Verbesserung der Kapitalbilanz eine Aufwertung der Währung aus, die – bei normaler Reaktion der Leistungsbilanz – eine Verschlechterung des Außenbeitrags und damit eine Reduzierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zur Folge hat. Der Wechselkurseffekt ist um so bedeutender, je größer der Außenhandelsanteil in der Volkswirtschaft ist<sup>96</sup> und je elastischer der Außenhandel auf Preisänderungen reagiert.

<sup>92</sup> Vgl. BIZ (1994a), S.149-154.

<sup>93</sup> Vgl. Nicoletti Altinari et al. (1995), S. 409.

<sup>94</sup> Vgl. Felderer/Homburg (1994), S. 205.

<sup>95</sup> Dieser auf eine Verschlechterung der Kreditbonität beruhende Effekt einer restriktiven Geldpolitik wird im Rahmen des kredittheoretischen Ansatzes als „financial accelerator“ bezeichnet. Vgl. Bermanke/Gertler/ Gilchrist (1996), S. 1-5 und Hubbard (1994), S. 6-10.

<sup>96</sup> Der währungspolitische Zusammenschluß einer großen Zahl kleiner, sehr offener Volkswirtschaften in Europa durch die Einführung des Euro zu einer großen, relativ geschlossenen Volkswirt-

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß Ausmaß, Zeitspanne und eventuell auch Richtung dieser Transmissionsprozesse wesentlich von den Finanzierungsgewohnheiten und den Finanzstrukturen in der jeweiligen Volkswirtschaft abhängen. Von Bedeutung hierfür sind insbesondere das relative Gewicht des Bankensektors und der Finanzmärkte im Finanzsystem, die Reaktionszeit und -stärke der Kreditzinsen als Folge geldpolitischer Maßnahmen, die Höhe und Struktur des Vermögens und der Verschuldung der privaten Haushalte sowie die Finanzierungsstrukturen im Unternehmenssektor.

Ein zentrales Ziel dieser Arbeit ist es daher zu untersuchen, ob es im Zuge der europäischen Währungsintegration in den EWU-Staaten zu einer ausreichenden Konvergenz der Finanzstrukturen gekommen ist. Nur wenn diese Konvergenzbedingung erfüllt ist, kann ausgeschlossen werden, daß die einheitliche Geldpolitik der EZB in unterschiedlicher Form auf die einzelnen Mitgliedsländer übertragen und dadurch zu divergierenden realwirtschaftlichen Auswirkungen in den Einzelstaaten führen wird. Im Falle einer unzureichenden Angleichung der Finanzstrukturen und damit der geldpolitischen Übertragungswege bestünde sonst die Gefahr, daß die Vergemeinschaftung der Geldpolitik in Europa zu geldpolitischen Effizienzverlusten führen könnte.

Grundlage dieser Untersuchung wird Kapitel D sein, in dem die Bankensysteme und Finanzmärkte sowie die Finanzierungsgewohnheiten der Unternehmen und Haushalte in Großbritannien, Frankreich und Italien analysiert und verglichen werden. Bevor die Problematik unterschiedlicher Auswirkungen einer gemeinsamen Geldpolitik behandelt wird, soll jedoch im folgenden Kapitel C auf die Fragestellung eingegangen werden, ob in der EWU die für eine Vergemeinschaftung der Geldpolitik zusätzliche Voraussetzung sich ähnelnder monetärer Erfordernisse in den Einzelstaaten erfüllt wird.

---

schaft verringert daher c.p. die Bedeutung des Wechselkurseffekts in der europäischen Geldpolitik. Vgl. Begg (1997), S. 17f.





### **C. Beurteilung der Konvergenz der monetären Erfordernisse in der Europäischen Währungsunion**

Eine vergemeinschaftete Geldpolitik ist verbunden mit einem einheitlichen (Leit-) Zinsniveau und einem einheitlichen Außenwert des Euro für alle an der EWU teilnehmenden Staaten. Je unterschiedlicher die ökonomischen Strukturen in den Teilnehmerstaaten noch sind, desto unwahrscheinlicher ist es aber, daß dieser einheitliche Zins und Wechselkurs für die verschiedenen Volkswirtschaften der Währungsunion gleichermaßen richtig oder gar optimal sind.<sup>1</sup> Jedes Land hat in Abhängigkeit von seinem Steuersystem, dem Verschuldungsgrad der öffentlichen Hand, seinen Wirtschafts- und Finanzstrukturen, der aktuellen wirtschaftlichen Lage sowie seinen wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen eine spezifische optimale Inflationsrate und einen eigenen gleichgewichtigen Außenwert seiner Währung.<sup>2</sup>

Dies wirft die Frage auf, ob die im Zuge der europäischen Integration in den vergangenen Jahren erreichte realwirtschaftliche und konjunkturelle Konvergenz der EWU-Staaten als ausreichend zu beurteilen ist, so daß sich die monetären Erfordernisse in den EWU-Teilnehmerstaaten entsprechend angeglichen haben und eine einheitliche, effiziente Geldpolitik für alle Mitgliedstaaten der EWU bestimmt und durchgeführt werden kann (Bedingung der allokativen Effizienz).<sup>3</sup> In einem ersten Abschnitt soll daher im folgenden untersucht werden, inwieweit innerhalb der EWU noch Inflationsdifferenzen zwischen den Teilnehmerstaaten auftreten und somit unterschiedliche geldpolitische Erfordernisse entstehen können. In einem zweiten Abschnitt soll daran anschließend die Möglichkeit ökonomisch divergenter Entwicklungen in Folge asymmetrischer Schocks in der EWU diskutiert werden.

#### **I. Zur Möglichkeit von Inflationsdifferenzen in der Europäischen Währungsunion**

Gemäß der Friedmanschen These, daß Inflation – zumindest auf mittlere bis längere Sicht – immer und überall ein monetäres Phänomen sei, können unterschiedliche Geldpolitiken als zentrale Ursache für die bislang in Europa beobachteten Inflationsunterschiede angesehen werden.<sup>4</sup> Durch die Vereinheitlichung der Geldpolitik in der EWU entfällt somit dieser Theorie folgend die Ursache für Inflationsdifferenzen, so daß sich die Preisentwicklung in allen Teilnehmerstaaten der EWU angleichen müßte.

Basierend auf dem Balassa-Samuelson-Theorem<sup>5</sup> läßt sich aber zeigen, daß bis zu einem gewissen Umfang noch Inflationsdifferenzen in der EWU möglich sind, wenn man z.B. realwirtschaftliche Größen wie die Produktivitätsentwicklung in die Überle-

<sup>1</sup> Vgl. Ohr (1998), S. 19, Ohr (1996d), S. 220 und George (1997b), S. 1.

<sup>2</sup> Vgl. Crockett (1994), S. 172, De Grauwe (1996b), S. 37f., Berthold (1992a), S. 24 und Rebelo (1994), S. 175f.

<sup>3</sup> Vgl. Ohr (1998), S. 19 und Berthold (1990), S. 438f.

<sup>4</sup> Vgl. Kapitel F.

<sup>5</sup> Vgl. Balassa (1964) und Samuelson (1964).



gungen miteinbezieht und die Aufteilung der Volkswirtschaften in einen Sektor der handelbaren Güter und einen Sektor der nicht handelbaren Güter beachtet.<sup>6</sup> Da technischer Fortschritt überwiegend an den Produktionsfaktor Kapital gebunden ist, wird unterstellt, daß das Produktivitätswachstum im Bereich der handelbaren Güter aufgrund der dort höheren Kapitalintensität größer ist als im Bereich der nicht handelbaren Güter. Ein Anstieg der Produktivität im Sektor der handelbaren Güter führt zu entsprechenden Lohnanstiegen, die aufgrund der unterstellten sektoralen Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit auch einen entsprechenden Lohnanstieg im Sektor der nicht handelbaren Güter zur Folge haben. Da in diesem Sektor aber ein gleichartiger Produktivitätsanstieg fehlt, kommt es im Bereich der nicht handelbaren Güter lohnbedingt zu einem Preisanstieg.<sup>7</sup> Je ausgeprägter der Rückstand des Sektors für nicht handelbaren Güter bei der Produktivitätsentwicklung ist, desto größer ist der resultierende Preisdruck.<sup>8</sup> Inflationsdifferenzen zwischen EWU-Ländern können daher Folge eines länderspezifischen Rückstands der Produktivitätsentwicklung im Sektor für nicht handelbaren Güter im Verhältnis zur Entwicklung der Produktivität im Sektor für handelbare Güter sein.<sup>9</sup> Das Balassa-Samuelson-Theorem kommt daher zu dem Ergebnis, daß die Inflationsrate in einem Land c.p. um so höher ist, je größer das Produktivitätswachstum im Sektor der handelbaren Güter ist und/oder je schlechter die Produktivitätsentwicklung im Sektor der nicht handelbaren Güter ist.<sup>10</sup>

Neben einer sektoral unterschiedlichen Produktivitätsentwicklung sind auch nachfrageseitige Effekte als Ursache von Inflationsunterschieden in der EWU im Zwei-Sektoren-Modell denkbar. Kommt es in einem EWU-Staat zu einem überproportionalen Nachfrageanstieg im Bereich der nicht-handelbaren Güter, z.B. im Zuge einer überdurchschnittlich expansiven Staatsnachfrage, so steigt dort die Inflationsrate aufgrund des Anstiegs der Preise für nicht-handelbare Güter stärker an als in anderen EWU-Staaten.<sup>11</sup> Unterschiedlich ausgeprägte nationale Finanzpolitiken können daher ebenfalls Ursache von Inflationsdifferenzen in der EWU sein.

Alberola/Tyrväinen (1998) berechnen auf Grundlage historischer Daten für sektorale Produktivitäts- und Lohnzuwächse in acht EWU-Staaten mit Hilfe eines um sektorspezifische Lohnentwicklungen erweiterten Balassa-Samuelson-Modells die durch

<sup>6</sup> Vgl. Alberola/Tyrväinen (1998), S. 7-11, Canzoneri et al. (1998), S. 15-21 und Crockett (1994), S. 177.

<sup>7</sup> De Gregorio/Giovannini/Wolf (1994), S. 1232-1237 zeigen anhand einer empirischen Studie auf, daß in fast allen Ländern der Preisanstieg im Sektor der nicht handelbaren Güter größer ist als im Sektor der handelbaren Güter.

<sup>8</sup> Vgl. Micossi/Milesi-Ferretti (1994), S. 3-5.

<sup>9</sup> Vgl. Canzoneri et al. (1998), S. 10f. und S. 29f.

<sup>10</sup> Wird die restriktive Annahme einer vollkommen parallelen sektoralen Lohnentwicklung zugunsten eines sektoral spezifischen Lohnwachstums im Zuge einer nur als begrenzt erachteten Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit aufgegeben, so erklärt sich die resultierende Inflationsrate aus dem Vergleich der sektorspezifischen Produktivitätsentwicklung mit der sektorspezifischen Lohnentwicklung. Je eher sich beide Kennzahlen entsprechen, desto geringer ist der lohnbedingte Preisdruck in der Volkswirtschaft. Die hohe Verantwortung der Tarifpolitik in der Währungsunion wird erneut deutlich.

<sup>11</sup> Vgl. Froot/Rogoff (1991), insbesondere S. 7f.

diesen Ansatz erklärbaren, potentiellen Inflationsdifferenzen in der EWU. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, daß bei einem unterstellten EWU-Durchschnitt von 2% die nationalen Inflationsraten in einer Spannbreite von etwa 1% bis zu 3,5% liegen können.<sup>12</sup> Diesem Ansatz folgend ergibt sich somit in der EWU ein begrenzter Spielraum für nationale Inflationsunterschiede.

Zusätzlich zu den durch die Einbeziehung nicht-handelbarer Güter in den Warenkorb entstehenden Inflationsunterschieden kann es auch innerhalb des Bereichs der handelbaren Güter zu Preisdivergenzen in einer Währungsunion kommen. Mögliche Ursachen hierfür sind Marktunvollkommenheiten z.B. im Zuge einer regionalen Preissegmentierung der Märkte durch einen monopolistischen Anbieter oder infolge von Transportkosten und Preisrigiditäten.<sup>13</sup>

Cecchetti/Mark/Sonora (1998) vergleichen die Preisentwicklung in neunzehn US-amerikanischen Städten über einen Zeitraum von achtzig Jahren. Sie stellen fest, daß jährliche Inflationsunterschiede von über einem Prozentpunkt auftreten und daß die Wiederableichung der Preisniveaus einen Zeitraum von mehreren Jahren erfordert. Demzufolge bestehen im einheitlichen Währungsgebiet der USA nicht unerhebliche Inflationsunterschiede. Aufgrund der geringeren Mobilität der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital rechnen Cecchetti/Mark/Sonora (1998) damit, daß die möglichen Inflationsdifferenzen in der Europäischen Währungsunion eher höher sein dürften.<sup>14</sup>

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, daß innerhalb der EWU trotz einer vereinheitlichten Geldpolitik in begrenztem Umfang Inflationsunterschiede auftreten können. Für die EZB ergibt sich dadurch die Problematik, daß eine einheitliche Geldpolitik nicht den Bedürfnissen aller Einzelstaaten gerecht werden kann. Bei unterschiedlichen Inflationsraten in den Einzelstaaten bedeutet ein einheitliches, von der EZB gesteuertes Nominalzinsniveau divergierende Realzinsniveaus. Dabei sind die realen Zinsen in den Ländern niedrig, in denen die Preissteigerungsraten hoch sind. Dadurch könnte sich die gemeinsame Geldpolitik in diesen Staaten relativ expansiv auswirken, während sie in Ländern mit bereits niedriger Inflationsrate verhältnismäßig restriktiv wirken würde. Daher ist es nicht auszuschließen, daß die EZB zu einer Verstärkung der divergenten ökonomischen Entwicklung der EWU-Staaten beiträgt.<sup>15</sup>

<sup>12</sup> Vgl. Alberola/Tyrväinen (1998), S. 25-27. Canzoneri et al. (1998), S. 30-33 kommen zu einem nahezu identischen Ergebnis.

<sup>13</sup> Vgl. Clark et al. (1994), S. 5f.

<sup>14</sup> Vgl. Cecchetti/Mark/Sonora (1998), S. 10.

<sup>15</sup> Erste Monatsinflationszahlen vom Januar 1999 deuten darauf hin, daß der Übergang zu einem einheitlichen Leitzinsniveau bereits zu einer Verstärkung der Inflationsunterschiede beigetragen hat. Bewegten sich die Preissteigerungsraten der Euro-Länder 1997 noch zwischen 1,2% und 1,9%, so variierten sie auf Jahresbasis im Januar zwischen -1,4% in Luxemburg und +2,5% in Portugal. Vgl. Handelsblatt vom 15.03.1999, Nr. 51, S. 8.

## II. Unterschiedliche geldpolitische Erfordernisse als Folge asymmetrisch wirkender Schocks

Die gemeinsame Geldpolitik der EZB ist mit einem einheitlichen Zins- und Wechselkursniveau für die EWU-Staaten verbunden. Dabei ist zu beachten, daß sich die nationalen optimalen Zins- und Wechselkursniveaus c.p. um so eher entsprechen, je größer die bislang erreichte realwirtschaftliche Konvergenz ist.<sup>16</sup> Je unterschiedlicher z. B. die Außenhandelsstrukturen, die Außenhandelssalden und die Importabhängigkeiten der Staaten noch sind, desto eher könnte ein einheitlicher Außenwert des Euro für einzelne Volkswirtschaften nachteilig sein. Denn in diesem Fall erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, daß sich globale Entwicklungen unterschiedlich auf die Einzelstaaten der EWU auswirken, so daß eine differenzierte Reaktion der Geldpolitik eine Anpassung der Volkswirtschaften an die neuen Rahmenbedingungen erleichtern könnte.

Ein weiterer wichtiger Aspekt dieser Problematik ist die Frage, über welche zur Geldpolitik alternativen Anpassungsmechanismen eine Volkswirtschaft verfügt, insbesondere wie flexibel die nationalen Güter- und Faktormärkte in der EWU sind.<sup>17</sup> Je größer die strukturelle Anpassungsfähigkeit einer Volkswirtschaft auf eine Änderung der ökonomischen Rahmenbedingungen ist, desto eher kann auf das Instrument einer nationalen Geldpolitik verzichtet werden. Verschiedene Untersuchungen kamen zu dem Ergebnis, daß die Reaktion der Güter- und Faktormärkte sowie der Finanzpolitik auf asymmetrische regionale Schocks in den USA deutlich ausgeprägter ist als in den europäischen Staaten.<sup>18</sup> Aufgrund der kulturellen und sprachlichen Barrieren ist auch im Zuge der EWU nicht mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitskräftemobilität zu rechnen. Die auch in naher Zukunft im Vergleich zu den USA eng begrenzte Bedeutung des Zentralhaushalts in der EWU verhindert außerdem, daß ein vertikaler Finanzausgleich wesentlich zum Ausgleich der Effekte eines asymmetrischen Wirtschaftsverlaufs beitragen kann. Im Ergebnis kann festgehalten werden, daß die zur Geldpolitik alternativen Anpassungsmechanismen in der EWU auf absehbare Zeit schwächer ausgeprägt sein dürften als etwa in den USA. Insofern steht die gemeinsame Geldpolitik in Europa vor einer schwierigeren Aufgabe, so daß ein höheres Maß an realwirtschaftlicher Konvergenz der EWU-Teilnehmerstaaten von Vorteil wäre.

Generell können sich verändernde wirtschaftliche Rahmenbedingungen in Volkswirtschaften mit unvollkommener realwirtschaftlicher Konvergenz aufgrund der spezifischen Wirtschaftsstrukturen und der unterschiedlichen Anpassungsfähigkeit der beteiligten Volkswirtschaften divergierende Auswirkungen in den einzelnen Ländern

<sup>16</sup> Wie im vorigen Abschnitt gesehen, sind zwar aufgrund möglicher Inflationsdifferenzen bis zu einem gewissen Grad Unterschiede beim realen Wechselkurs und beim Realzinsniveau in den EWU-Staaten möglich. Jedoch ist die Wahrscheinlichkeit groß, daß dies zinsbedingt zu einer Verstärkung der ökonomischen Divergenzen anstatt zu einer Angleichung der Wirtschaftsentwicklungen führt. Daher bleibt die realwirtschaftliche Konvergenz der Mitgliedstaaten eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg einer gemeinsamen Geldpolitik.

<sup>17</sup> Ausgangspunkt dieses Kriteriums für einen optimalen Währungsraum war der Artikel von Mundell (1961).

<sup>18</sup> Vgl. für eine zusammenfassende Übersicht der Studien Bayoumi/Eichengreen (1993), S. 198f. und S. 217-221.

haben, so daß weiterhin Bedarf für eine nationale Währungspolitik bestehen würde. In diesem Fall wäre eine entsprechende, an den nationalen Bedürfnissen ausgerichtete Geldpolitik vorteilhaft zur Vermeidung etwaiger Wohlfahrtsverluste in den besonders negativ betroffenen Volkswirtschaften.<sup>19</sup> Im folgenden soll in kurzer Form anhand ausgewählter Kriterien die realwirtschaftliche Konvergenz der EWU-Staaten überprüft und die Bedeutung möglicher asymmetrischer Schocks in der EWU beurteilt werden.<sup>20</sup>

Tabelle C.1: Regionalstruktur des Außenhandels der EWU-Staaten und Großbritanniens 1997 (in % der Gesamtexporte und -importe)

	Export			Import		
	Intra-EWU	Extra-EWU	davon: USA	Intra-EWU	Extra-EWU	davon: USA
Belgien-Luxemburg	57	43	5,0	60	40	7,6
Deutschland	42	58	8,6	42	58	7,6
Finnland	29	71	7,0	34	66	7,4
Frankreich	48	52	6,7	49	51	8,7
Irland	39	61	11,2	19	81	14,9
Italien	44	56	7,9	51	49	5,0
Niederlande	64	36	3,6	47	53	9,4
Österreich	55	45	3,7	63	37	5,3
Portugal	64	36	4,8	68	32	3,3
Spanien	59	41	4,5	55	45	6,3
Großbritannien	46	54	12,4	44	56	13,2

Quelle: IWF Quarterly Trade Statistics, Eurostat, eigene Berechnungen

Wenn die Mitgliedstaaten einer Währungsunion geographisch und sektoral unterschiedlich ausgeprägte Handelsstrukturen besitzen, besteht z.B. die Gefahr, daß sich Änderungen der globalen Rahmenbedingungen (gemeinsame Schocks) asymmetrisch auf einzelne Teilnehmerstaaten auswirken können.<sup>21</sup> Bei Betrachtung der geographischen Aufteilung des Außenhandels der EWU-Staaten und Großbritanniens in Tabelle C.1 stellt man fest, daß einige Staaten wie Portugal oder die Niederlande einen sehr hohen Anteil ihrer Exporte in das Währungsunionsgebiet liefern. Andere Staaten wie Finnland oder Irland verkaufen ihre Produkte dagegen überwiegend außerhalb der EWU. Auch auf der Importseite finden sich ähnliche Unterschiede. Dies läßt vermu-

<sup>19</sup> Vgl. Berthold (1992b), S. 189f. So kommen Müller/Buscher (1999) bei ihren Untersuchungen zu dem Ergebnis, das die europäischen Staaten, solange sie eine eigenständige Zins- und Währungspolitik betrieben haben, diese in der Tendenz tatsächlich zur Abwehr asymmetrischer Schocks genutzt haben. Schubert/Wehinger (1998), insbesondere S. 18f., gelangen bei ihren Modellberechnungen zu dem selben Resultat.

<sup>20</sup> Eine detailliertere und umfassendere Beurteilung der Konvergenz der EWU-Staaten bieten z.B. Weinert et al. (1998a).

<sup>21</sup> Nach Kenen (1969), S. 49-54 verringert sich die Notwendigkeit einer national souveränen Währungspolitik je diversifizierter die Handelsstrukturen der Währungsunionstaaten sind, da sich dann sektorale Schocks weniger gewichtig und ähnlicher auswirken.

ten, daß Schwankungen des Außenwert des Euro sich volkswirtschaftlich nicht in allen EWU-Staaten gleich auswirken könnten. So dürfte die Exportnachfrage nach holländischen Gütern nach einer Abwertung des Euro deutlich schwächer steigen als die nach irischen oder finnischen Produkten. Dadurch stiege in den letztgenannten Staaten die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärker an als in den Niederlanden, die Gefahr des Entstehens von Inflationsdruck und damit der Bedarf nach einer restriktiveren Geldpolitik wäre dann in Irland oder Finnland ausgeprägter. Das traditionell überdurchschnittlich hohe Gewicht der USA im britischen und irischen Außenhandel verdeutlicht zudem die größere Abhängigkeit der britischen Inseln von Dollarkurs-Schwankungen.

Tabelle C.2: Sektorale Exportstruktur der EWU-Staaten und Großbritanniens 1997  
(in % der Gesamtexporte)

	Maschinen Fahrzeuge	Chem. Produkte	Roh- stoffe	Nahrungs- mittel	Energie	Sonstige Waren
Belgien-Lux.	27,9	18,0	2,9	9,9	2,9	34,0
Deutschland	49,6	13,0	1,9	4,4	1,1	24,6
Finnland	39,3	6,3	8,2	2,7	2,2	40,7
Frankreich	45,2	13,9	2,3	12,2	2,3	23,9
Irland	37,2	25,3	1,7	11,7	1,1	17,4
Italien	37,9	8,3	1,4	5,9	1,7	43,7
Niederlande	31,0	15,8	6,6	16,7	6,6	22,9
Österreich	41,0	9,5	3,6	4,6	1,3	40,0
Portugal	30,8	4,3	5,2	6,2	2,4	47,4
Spanien	41,2	8,3	3,6	14,4	2,8	28,2
Großbritannien	45,8	12,7	1,6	6,3	6,0	25,2

Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Auch die in Tabelle C.2 dargestellte sektorale Außenhandelsstruktur der EWU-Staaten und Großbritanniens weist einige Unterschiede auf. So decken die Bereiche des Maschinen- und Fahrzeugbaus sowie der sonstigen Fertigwaren in Italien über 80% der Exporte ab, in den Niederlanden dagegen nicht einmal 55%. Dort nehmen dafür der Nahrungsmittel- und der Energiesektor ein überdurchschnittliches Gewicht ein. Die Dominanz konjunktursensitiver Branchen in der italienischen Exportstruktur läßt daher z.B. den Schluß zu, daß das Volumen der italienischen Exporte wesentlich stärker mit Veränderungen des Weltwirtschaftswachstums schwankt als das niederländische Exportvolumen.<sup>22</sup> Die deutlichen Gewichtsunterschiede einzelner Sektoren im Exportgeschäft der EWU-Staaten erhöht zudem die Gefahr, daß sich sektorspezifische Schocks in der EWU asymmetrisch auf einzelne Volkswirtschaften auswirken könnten.

<sup>22</sup> Die Belastungen des italienischen Exportsektors im Zuge der verschiedenen Regionalkrisen können somit als eine Ursache für die derzeit im EWU-Vergleich schlechte Wirtschaftsentwicklung Italiens angesehen werden. Vgl. BIEB (February 1999), S. 15.

Die EU-Kommission vertritt jedoch die These, daß die Bedeutung asymmetrischer Schocks in der Währungsunion abnehmen wird.<sup>23</sup> Sie geht davon aus, daß die mit der Einführung des Euro verbundene Handelsintensivierung zu einer Angleichung der Wirtschaftsstrukturen der Mitgliedsländer führen wird. Als Beleg dieser These verweist sie auf die durch die Schaffung des europäischen Binnenmarkts eingeleitete Entwicklung. So stiegen z.B. Spanien und Portugal nach ihrem Beitritt zur EU zu wichtigen Zentren der europäischen Automobilproduktion auf, so daß Nachfrageschocks in diesem Sektor inzwischen sowohl dort als auch in den alten Automobilzentren Deutschland, Frankreich oder Norditalien ähnliche Auswirkungen hätten. Da aufgrund des wachsenden intra-industriellen Handels ein Großteil Europas einheitlich von Schocks betroffen wäre, wäre allenfalls eine Abwertung des Euro gerechtfertigt, um die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Anbieter gegenüber der Weltkonkurrenz wieder zu stärken. Abwertungen einzelner europäischer Währungen gegenüber anderen europäischen Währungen wären dagegen nicht mehr hilfreich, so daß innerhalb Europas auf das Wechselkursinstrument verzichtet werden könne.

Dieser These wird von vorwiegend amerikanischen Autoren widersprochen. Sie kommen der traditionellen Außenhandelstheorie folgend und in Analogie zur Entwicklung in den USA zu dem Ergebnis, daß die durch den Euro resultierende Handelsintensivierung zu einer verstärkten Spezialisierung führen wird.<sup>24</sup> Gründe hierfür sind Agglomerationsvorteile und die wachsende Bedeutung steigender Skalenerträge. Dies könne dazu führen, daß sich die Produktion von Gütern mit Massenproduktionsvorteilen verstärkt auf nur noch wenige Standorte in Europa konzentriert. Ferner erübrige die Einheitswährung eine geographische Produktionsdiversifizierung zur Absicherung gegen Abwertungen der Landeswährungen von innereuropäischen Konkurrenzanbietern.<sup>25</sup> Dies könne mittelfristig dazu führen, daß der bislang sehr hohe Anteil des intra-industriellen Handels innerhalb der EU sinkt, und die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks sogar steigt.<sup>26</sup> Bayoumi/Eichengreen (1993) zeigen in ihrer Untersuchung zudem, daß eine geringere Korrelation bei Angebots- und Nachfrageschocks zwischen den Kern- und den Randländern in Europa besteht als in den USA, so daß Schocks zumindest in der Vergangenheit die gesamte EU betrachtend asymmetrische Effekte hatten als in den USA.<sup>27</sup>

Die abnehmende Bedeutung asymmetrisch wirkender Schocks in der EWU kann daher bei der erfolgten Auswahl von elf Teilnehmerstaaten bezweifelt werden. Beispielhaft sei der Fall eines Wirtschaftseinbruchs in Lateinamerika, z.B. im Zuge einer Währungskrise in den emerging markets, erwähnt.<sup>28</sup> In diesem Szenario würde Spanien, das traditionell sehr enge wirtschaftliche Verflechtungen mit Lateinamerika besitzt, im

<sup>23</sup> Vgl. Europäische Kommission (1990), S. 156-164.

<sup>24</sup> Vgl. z.B. Krugman (1993), S. 242-252, der diese These theoretisch und empirisch belegt.

<sup>25</sup> Cushman (1988) berichtet, daß solche Absicherungsüberlegungen bei der Entscheidung von Unternehmen über ausländische Direktinvestitionen eine Rolle spielen.

<sup>26</sup> Bayoumi/Eichengreen (1993), S. 216f. erwarten in Analogie zu den USA, daß eine solche Entwicklung eintreten wird.

<sup>27</sup> Vgl. Bayoumi/Eichengreen (1993), S. 210-215.

<sup>28</sup> Vgl. Bean (1992), S. 35-37.



Vergleich zu seinen europäischen Partnerländern besonders stark leiden. Während im Rahmen des EWS eine Abwertung der Peseta zur Ankurbelung der spanischen Exporte denkbar gewesen wäre, ist im Falle des Bestehens der EWU eine Abwertung des Euro aufgrund des relativ niedrigen Gewichts Spaniens eher unwahrscheinlich. Um einen Wirtschaftseinbruch zu vermeiden, müßte es in Spanien stattdessen sehr rasch zu Lohn- und Preissenkungen kommen. Entsprechende Beispiele und Szenarien für andere Staaten der EWU sind denkbar, so daß die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks nicht unterschätzt werden sollte.

Bei Betrachtung der vorliegenden Studien<sup>29</sup> gewinnt man zusammenfassend den Eindruck, daß gemeinsame, sich asymmetrisch auswirkende Schocks für die sogenannten Kernländer der EU<sup>30</sup> von relativ geringer Bedeutung sind. Da die EWU aber zusätzlich zu dieser Gruppe noch Staaten der Peripherie umfaßt, deren realwirtschaftliche Konvergenz als noch nicht ausreichend beurteilt wird, sollte die Möglichkeit des Auftretens asymmetrischer Schocks in der EWU – selbst wenn ihre Zahl der Argumentation der EU-Kommission folgend abnehmen sollte – nicht vernachlässigt werden.<sup>31</sup>

Zudem können auch interne Prozesse innerhalb eines EWU-Staates (länderspezifische Schocks) Ursache für eine divergente Entwicklung des Wirtschaftsgeschehens und damit für das Auftreten unterschiedlicher geldpolitischer Erfordernisse in den Teilnehmerstaaten der Währungsunion sein. Realwirtschaftliche Divergenzen könnten z.B. dadurch entstehen, daß eine unterschiedliche Produktivitätsentwicklung in den Teilnehmerstaaten nicht mehr über Wechselkursveränderungen ausgeglichen werden kann. Regionen, die überdurchschnittliche Produktivitätsfortschritte erzielen, könnten ihre Güter zu niedrigeren Preisen anbieten und so Nachfrage attrahieren. Aufgrund der Überschußnachfrage könnte es dort aber zu Preissteigerungen kommen. Die Regionen mit einer schwächeren Produktivitätsentwicklung müßten dagegen mit einem Rückgang ihrer Wettbewerbsfähigkeit und damit Wachstums- und Beschäftigungseinbußen rechnen, wenn kein entsprechender Ausgleich z.B. über das Lohnverhalten stattfinden würde. Durch das Fehlen einer auf die nationalen Erfordernisse abgestimmten Geldpolitik könnte es somit erneut zu einer wirtschaftlich divergenten Entwicklung der einzelnen EWU-Staaten kommen. Wird unter diesen Umständen über den gesamten Währungsraum hinweg ein Niveau der Geldwertstabilität angestrebt, wie es bislang im preisstabilsten Land bestand, so wäre dies insbesondere in den schwächeren Regionen kurz- bis mittelfristig mit noch größeren Beschäftigungs- und Wachstumseinbußen verbunden, so daß dort die Opportunitätskosten der Inflationsbekämpfung steigen würden.<sup>32</sup>

Auch die weiterhin auf nationaler Ebene verbleibende Tarifpolitik kann Ursache für eine ökonomisch divergente Entwicklung der EWU-Teilnehmerstaaten sein. Überstei-

<sup>29</sup> Einen sehr guten Überblick bieten Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 21-30.

<sup>30</sup> Zu dieser Gruppe werden im allgemeinen Deutschland, Frankreich, die Benelux-Staaten, Dänemark und Österreich gezählt.

<sup>31</sup> Vgl. Goodhart/Smith (1993), S. 422, De Grauwe (1996a), S. 2 und Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 29.

<sup>32</sup> Vgl. Ohr (1996d), S. 220f. und Müller (1997), S. 710f.

gen die Tarifabschlüsse in einem Land in überdurchschnittlichen Ausmaß die Produktivitätsentwicklung, so wachsen die Lohnstückkosten in dieser Volkswirtschaft stärker als in den Partnerstaaten. Der resultierende Verlust an Wettbewerbsfähigkeit kann nun nicht mehr durch eine Abwertung ausgeglichen werden, so daß im Vergleich zu den anderen Staaten der Währungsunion ein relativer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in diesem Land zu erwarten ist. Es kommt zu einer divergenten Wirtschaftsentwicklung innerhalb der Währungsunion.<sup>33</sup> Es wird nun argumentiert, daß der resultierende, negative Beschäftigungseffekt für die notwendige Disziplinierung der Tarifpolitik in der Währungsunion Sorge.<sup>34</sup>

Dem entgegen gerichtet wird auf Bestrebungen der Gewerkschaften nach einer Angleichung der nun direkt vergleichbaren Löhne und die mögliche Kartellisierung der Lohnpolitik durch die Bildung gesamteuropäischer Arbeitnehmer- und Arbeitgeberverbände verwiesen. Diese beiden Argumente scheinen jedoch nicht besonders bedeutsam. So dürfte der Lohnangleichungsdruck nicht sonderlich zunehmen, nur weil der einfache Schritt der Umrechnung mit dem Wechselkurs entfällt. Eine Kartellisierung der Tarifpolitik dürfte in naher Zukunft an der Unterschiedlichkeit der Interessen der nationalen Verbände scheitern.<sup>35</sup> Eine größere Gefahr für eine an den nationalen Erfordernissen ausgerichtete Lohnpolitik stellt die politisch angestrebte Bildung einer Sozialunion dar. Eine Vereinheitlichung der lohngelundenen Sozialbeiträge und eine Harmonisierung des Arbeitsrechts würde zwangsläufig zu einer deutlichen Angleichung der nationalen Arbeitskosten innerhalb der EWU führen. Über die dadurch entstehende Benachteiligung von Volkswirtschaften mit relativ niedrigem Produktivitätsstand könnte es ebenfalls zu einer Divergenz der Wirtschaftsentwicklungen kommen.<sup>36</sup>

Solange es zudem keine politische Union in Ergänzung zur Währungsunion in Europa gibt, besteht die Möglichkeit politisch erzeugter, asymmetrischer Schocks.<sup>37</sup> National unterschiedliche Tarif-, Ordnungs-, Forschungs-, Steuer- und Sozialpolitiken sowie Differenzen in den sonstigen wirtschaftspolitischen Bereichen können die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Mitgliedsstaaten verändern. Diese Verschiebungen der Leistungsfähigkeit von Volkswirtschaften stellen politisch bedingte, asymmetrische Schocks dar, die vor der Währungsunion durch Wechselkursanpassungen oder die nationalen Zinspolitiken ausgeglichen wurden. Da dies in der EWU nicht mehr möglich sein wird, können die in nationaler Zuständigkeit verbleibenden Politikbereiche zu realwirtschaftlichen Divergenzen in der Währungsunion führen und dadurch die gemeinsame Geldpolitik belasten. Auf der anderen Seite verhindert der Übergang zur EWU per Definition, daß zukünftig asymmetrische Schocks infolge unterschiedlicher

---

<sup>33</sup> Vgl. Krupp (1998), S. 10 und Sievert (1996), S. 4f.

<sup>34</sup> Vgl. z.B. Sievert (1997), S. 10f.

<sup>35</sup> Vgl. Sievert (1997), S. 11.

<sup>36</sup> Vgl. Siebert (1998), S. 7, Berthold (1995), S. 406f. und Belke (1997), S. 880f.

<sup>37</sup> Vgl. Ohr (1998), S. 19f.



nationaler Geldpolitiken oder im Zuge von innereuropäischen Wechselkursschwankungen entstehen.<sup>38</sup>

Die bisherigen Ausführungen lassen den Schluß zu, daß die mögliche Gefahr nicht übersehen werden sollte, daß die durch den Übergang zur Währungsunion eingeführte einheitliche Geldpolitik der EZB nicht zu den realwirtschaftlichen Bedingungen aller Teilnehmerländer, insbesondere denen der Staaten der Peripherie, paßt. Dies kann dazu führen, daß die Geldpolitik der EZB für ein Land zu expansiv und für ein anderes Land zu restriktiv sein wird. In der ersten Volkswirtschaft entwickeln sich dann konjunkturelle Überhitzungserscheinungen. Das zweite Land muß dagegen Beschäftigungs- und Wachstumsverluste hinnehmen. Daher ist es möglich, daß der Übergang zur Währungsunion zumindest anfänglich nicht zur erhofften Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklungen in den Einzelstaaten führt, sondern daß es zu einer Polarisierung kommt.

Zudem sollte beachtet werden, daß die in der Währungsunion zu erwartende Annäherung der beobachteten Inflationsraten nicht unbedingt auch Ausdruck einer entsprechenden Angleichung des Preisteigerungsdrucks in den Volkswirtschaften sein muß. Von daher wäre es falsch, von der zwingend eintretenden nominalen Konvergenz auch auf eine realwirtschaftliche Angleichung zu schließen. In Branchen, in denen das Gesetz des einheitlichen Preises aufgrund der Wettbewerbssituation weitestgehend Gültigkeit besitzt, können z.B. Unternehmen des produzierenden Gewerbes einen eventuellen Kostendruck nicht über Preissteigerungen auf ihre Kunden überwälzen. Stattdessen wird ihre Geschäftstätigkeit unrentabel und die Produktion zurückgefahren oder eingestellt. Dies bedeutet, daß sich der Kostendruck in einer an der Währungsunion teilnehmenden Volkswirtschaft nur begrenzt in einer überdurchschnittlichen Inflationsrate ausdrücken wird. Stattdessen wird es zu negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen in Form von geringeren Einkommenszuwächsen und erhöhter Arbeitslosigkeit kommen.<sup>39</sup> Für die EZB ist es daher bei der Beurteilung der Auswirkungen ihrer Geldpolitik auf die einzelnen Teilnehmerstaaten wichtig, nicht nur auf die statistisch gemessene Inflationsrate zu achten, sondern auch die realwirtschaftliche Entwicklung in ihre Betrachtungen miteinzubeziehen.

### **III. Leitzinsdifferenzen vor dem Übergang zur EWU als Indikatoren divergierender monetärer Erfordernisse**

Bereits heute wird das aus divergenten monetären Erfordernissen resultierende Problem der gemeinsamen Geldpolitik durch das Vorliegen unterschiedlicher Konjunk-

---

<sup>38</sup> In Kapitel D.V. wird jedoch untersucht werden, ob die einheitliche Geldpolitik ihrerseits asymmetrische Auswirkungen in den Mitgliedstaaten haben und so wirtschaftliche Divergenzen auslösen könnte.

<sup>39</sup> Vgl. Crockett (1994), S. 172.

turphasen in den Gründungsstaaten der Währungsunion verdeutlicht.<sup>40</sup> So erfordert z.B. die boomende Wirtschaftslage in Spanien, Finnland oder Irland an sich deutlich höhere Zinssätze als diejenigen, die sich im Zuge der Zinskonvergenz in Erwartung der Währungsunion und aufgrund der Dominanz der großen Staaten Deutschland und Frankreich bereits 1998 eingestellt hatten und die jetzt von der EZB festgelegt wurden.<sup>41</sup>

Tabelle C.3: Leitzinsniveau in den EWU-Staaten und Großbritannien  
(Stichtag: 30.06.1998)

Staat	Leitzins	Leitzinssatz %
Belgien-Luxemburg	Diskontsatz	2,75
Dänemark	Diskontsatz	3,75
Deutschland	Reposatz	3,30
Finnland	Reposatz	3,40
Frankreich	Interventionssatz	3,30
Irland	Krz. Kreditsatz	<b>6,75</b>
Italien	Diskontsatz	5,00
Niederlande	Lombardsatz	2,75
Österreich	Diskontsatz	<b>2,50</b>
Portugal	Reposatz	4,50
Spanien	Reposatz	4,25
Großbritannien	Reposatz	7,50

Quelle: Deutsche Bundesbank (1998c), S. 43 und 47.

Als Beleg für diese These können die deutlichen Unterschiede bei den kurzfristigen Leitzinsen der europäischen Notenbanken angeführt werden, die selbst ein halbes Jahr vor Beginn der Währungsunion noch bestanden (siehe Tabelle C.3). So betrug die Spanne zwischen dem höchsten und dem niedrigsten Leitzinsniveau in den EWU-Staaten noch über vier Prozentpunkte. Der Übergang zu einem einheitlichen Leitzinsniveau bedeutet für die Staaten, die 1998 noch höhere Zinssätze hatten, eine Leitzinssenkung. Dadurch entsteht z.B. in Irland, Spanien und Portugal die Gefahr, daß es zu einer konjunkturellen Überhitzung und inflationären Entwicklungen kommt.<sup>42</sup> Dies kann zum Entstehen spekulativer Blasen auf den Immobilien- und Finanzmärkten, kräftigen Lohnanstiegen, einer raschen Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit

<sup>40</sup> Vgl. BIZ (1998), S. 67-73, Beattie (1999), S. 8f., Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1998), S. 31-36, Schmidhuber (1999), S. 14 und Gillies (1998), S. 3f.

<sup>41</sup> Vgl. Donges (1999), S. 14, Benkhoff (1998), S. 2, Fels (1998a), S. 24 und Heise (1997), S. 36.

<sup>42</sup> Vgl. Weinert et al. (1998b), S. 44, Fels (1998a), S. 24 und Welter (1999), S. 2. Die Möglichkeiten dieser Länder, über eine restriktive Fiskalpolitik die Inflationsgefahren zu verringern, sind begrenzt. Zum einen decken sich die Wirkungsmechanismen von Geld- und Finanzpolitik nicht, so daß beide Instrumente nicht beliebig austauschbar sind. Zum anderen ist die quantitative und zeitliche Flexibilität der Haushaltspolitik durch obligatorische Staatsaufwendungen und das Budgetverfahren eingeschränkt.

und schließlich zu einer ausgeprägten Rezessionsphase führen.<sup>43</sup> Unter diesen Umständen könnte es durch den Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik zu einer Verschärfung der Konjunkturzyklen mit entsprechend negativen Auswirkungen auf das langfristige Wachstumspotential kommen.<sup>44</sup>

In anderen Staaten der EWU, wie z.B. in Italien oder Deutschland, treten dagegen rezessive Entwicklungen auf, da die weltweite Nachfrage nach den für diese Staaten besonders wichtigen Investitionsgütern des Maschinen- und Anlagenbaus (siehe oben) aufgrund der verschiedenen Krisen in der Weltwirtschaft deutlich abgesunken ist.<sup>45</sup> Insbesondere Italien kann nun die resultierenden Exportrückgänge nicht mehr wie früher über eine Abwertung der Lira abfedern. Zusätzlich steht der italienischen Regierung aufgrund ihres finanzpolitischen Konsolidierungsversprechens gegenüber den Partnerländern und des Stabilitäts- und Wachstumspakts<sup>46</sup> eine expansive, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützende Haushaltspolitik nur noch sehr eingeschränkt zur Verfügung. Daher wird für Italien ein deutlich unterdurchschnittliches Wachstum prognostiziert.<sup>47</sup> Der Übergang zu einer einheitlichen europäischen Geldpolitik kann somit für Italien aufgrund seiner spezifischen Wirtschaftsstruktur und einer fehlenden realwirtschaftlichen Anpassungsflexibilität mit Wachstums- und Beschäftigungseinbußen verbunden sein.

#### **IV. Abschließende Überlegungen zur Problematik unterschiedlicher monetärer Erfordernisse in der Europäischen Währungsunion**

Die weiterhin bestehende Möglichkeit, daß die Einzelstaaten deutlich unterschiedliche Wirtschaftsentwicklungen aufweisen, verdeutlicht noch einmal die Grundproblematik einer gemeinsamen Geldpolitik. Die EZB orientiert sich bei ihren geldpolitischen Entscheidungen am EWU-Durchschnitt. Daher ist die resultierende Geldpolitik für Staaten mit nicht durchschnittlicher Wirtschaftsentwicklung ungeeignet. Da die gemeinsame Geldpolitik in diesen Staaten nicht den monetären Erfordernissen gerecht wird, können sich dort geldpolitische Zielverfehlungen und/oder negative Auswirkungen auf Beschäftigung und Volkseinkommen ergeben. Ist die EZB-Politik für das betroffene Land zu expansiv, kann sich der Preisdruck in der Volkswirtschaft erhöhen. Im umgekehrten Fall besteht die Gefahr eines überdurchschnittlich starken Rückgangs des Wirtschaftswachstums. Daher kann die gemeinsame Geldpolitik entgegen intuitiven Erwartungen sogar zu einer divergenten ökonomischen Entwicklung der Mitgliedstaa-

---

<sup>43</sup> In den betroffenen Staaten stiegen die Inflationsraten und teilweise die Löhne im Unterschied zu den anderen Ländern bereits seit Herbst 1998 wieder an. Vgl. Martin (1998), S. 6, Schmieding (1998), S. 24, Mayer (1998), S. 32 und The Economist vom 11.04.1998, Survey EMU, S. 17.

<sup>44</sup> Vgl. McRae (1998), S. 4f.

<sup>45</sup> Vgl. Ball (1999), S. 16f.

<sup>46</sup> Für eine Darstellung und Bewertung des Stabilitäts- und Wachstumspakts siehe z.B. Artis/Winkler (1997), Vaubel (1997), Siebert (1997) und Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer (1997).

<sup>47</sup> Vgl. Handelsblatt vom 02.03.1999, Nr. 42, S. 9.

ten der EWU führen, falls in den Einzelstaaten unterschiedliche monetäre Erfordernisse vorliegen sollten.<sup>48</sup>

Aufgrund der hohen Gewichtung hat die wirtschaftliche Entwicklung der großen Volkswirtschaften, vor allem Deutschlands und Frankreichs, einen entscheidenden Einfluß auf den EWU-Durchschnitt. Daher besteht für diese Staaten eine geringere Wahrscheinlichkeit, daß die geldpolitischen Entscheidungen der EZB nicht ihren Erfordernissen entsprechen.<sup>49</sup>

Treten dagegen in kleineren Staaten wirtschaftliche Sonderentwicklungen auf, so ist ihr Einfluß auf die EZB-Politik gering. Daher ist für diese Staaten die Gefahr größer, daß die gemeinsame Geldpolitik nicht ihren Erfordernissen entspricht.<sup>50</sup> Die Güter- und Arbeitsmärkte in diesen Staaten müssen daher besonders flexibel sein, um als Ausgleichsmechanismen zur Verfügung zu stehen. Auf den ersten Blick führt dies zu der Vermutung, daß der mit der Teilnahme an der Währungsunion verbundene Verlust der geldpolitischen Souveränität für kleinere Staaten potentiell mit höheren Kosten verbunden ist als für die großen Volkswirtschaften. Eine Untersuchung von Müller/Buscher (1999) zeigt aber auf, daß insbesondere die kleineren Staaten der Kernzone, wie z.B. die Niederlande und Österreich, bereits seit den achtziger Jahren auf eine eigenständige, von der Bundesbank abweichende Zinspolitik verzichtet haben. Die seitherige positive Entwicklung der Wirtschaft in den Niederlanden läßt dabei den Schluß zu, daß es dort tatsächlich zu einer den Verlust der geldpolitischen Autonomie kompensierende Flexibilisierung der Güter- und Arbeitsmärkte gekommen ist.<sup>51</sup> Daher scheint entgegen der ersten Annahme der Übergang zur EWU für diese kleineren Staaten, insbesondere für die Niederlande, aufgrund der in den vergangenen fünfzehn Jahren genutzten Vorbereitungszeit besonders gefahrlos zu sein, da diese Volkswirtschaften sich bereits auf den Verlust einer an nationalen Erfordernissen orientierten Geldpolitik eingestellt haben. Eine Übertragung dieser positiven Erwartung auf die kleineren Staaten der Peripherie, etwa Finnland oder Portugal, die ihre Währungen erst relativ kurz oder nur relativ locker an die D-Mark gebunden hatten, dürfte dagegen nicht gerechtfertigt sein. Daher besteht für diese Länder die Gefahr, daß die einheitliche Geldpolitik nicht ihren monetären Erfordernissen entspricht, so daß die Aufgabe der nationalen geldpolitischen Autonomie mit Wohlfahrtsverlusten verbunden sein könnte.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß bereits das derzeitige Vorliegen unterschiedlicher Konjunkturphasen in den Mitgliedstaaten der EWU als Begründung für eine differenziert ausgestaltete Geldpolitik ausreichen würde. Doch selbst wenn es allmählich im Zuge der einheitlichen Geldpolitik zu einer Synchronisierung der Konjunkturzyklen der Mitgliedsländer kommen sollte, bedeutet dies nicht, daß die gemeinsame Geldpolitik immer den Erfordernissen aller Staaten gleich gut entsprechen wird. Denn weiterhin besteht aufgrund der unterschiedlichen Wirtschafts- und Handelsstruk-

<sup>48</sup> Vgl. Ohr (1996b), S. 24.

<sup>49</sup> Vgl. FAZ vom 04.04.1998, Nr. 80, S. 5.

<sup>50</sup> Vgl. Krum-Engels (1999a), S. 2.

<sup>51</sup> Zur Politik der Flexibilisierung des Arbeitsmarkts in den Niederlanden siehe z.B. Werner (1998).

turen der beteiligten Volkswirtschaften die Gefahr asymmetrischer Schocks. Der EZB wird es beim Auftreten solcher spezifischer Wirtschaftsstörungen so gut wie unmöglich sein, auf die besonderen Bedürfnisse der betroffenen Wirtschaft einzugehen.<sup>52</sup> Um eventuell resultierende Wohlfahrtsverluste zu vermeiden, sollte die Wirtschaftspolitik realwirtschaftliche Konvergenzprozesse unterstützen, die sich durch die weiter zunehmende wirtschaftliche Verflechtung der EWU-Staaten ergeben können.<sup>53</sup> Von besonderer Bedeutung wird zudem eine Stärkung der zur Geld- und Währungspolitik alternativen Anpassungsmechanismen in den an der EWU beteiligten Volkswirtschaften sein. Mit Hilfe flexiblerer Güter- und Arbeitsmärkte könnten divergente Entwicklungen der Volkswirtschaften ohne nationale Geldpolitiken besser ausgeglichen werden, so daß die positiven Effekte der Euro-Einführung<sup>54</sup> überwiegen könnten und der Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik positiv zu beurteilen wäre.<sup>55</sup>

---

<sup>52</sup> Vgl. Duisenberg (1997), S. 2.

<sup>53</sup> Siehe hierzu auch Kapitel D.V.4.

<sup>54</sup> Vgl. Europäische Kommission (1990), S. 69-94.

<sup>55</sup> Vgl. Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 117-124.

## **D. Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa anhand der Untersuchung der nationalen Finanzsysteme**

### **I. Die Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen als Erfolgsvoraussetzung der Europäischen Währungsunion**

Neben der im Vorkapitel erfolgten Überprüfung der Konvergenz der monetären Erfordernisse der Einzelstaaten und der noch zu behandelnden notwendigen Übereinstimmung der geldpolitischen Endziele erfordert der Übergang zur EWU eine Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in den Teilnehmerländern. Ursache hierfür ist, daß der Übergang zu einer supranationalen Geldpolitik mit einer Vereinheitlichung der von der Europäischen Zentralbank ausgesandten monetären Impulse und des von ihr angestrebten geldpolitischen Endziels verbunden ist. Aus dieser Kongruenz von geldpolitischem Ziel und monetärem Impuls für alle Staaten der Währungsunion ergibt sich zwangsläufig die für die einheitliche Geldpolitik notwendige Voraussetzung einer Übereinstimmung der geldpolitischen Übertragungswege in den beteiligten Staaten.<sup>1</sup>

Die von der EZB konzipierte einheitliche Geld- und Währungspolitik kann nur dann für alle Volkswirtschaften der EWU gleichermaßen effizient sein, wenn die monetären Transmissionsmechanismen in den Einzelstaaten nicht signifikant voneinander abweichen. Andernfalls bestünde die Gefahr, daß von der EZB herbeigeführte Zinsänderungen innerhalb der Währungsunion unterschiedliche Auswirkungen in den einzelnen Wirtschaftssystemen haben könnten. In diesem Fall wäre das Ziel der Geldwertstabilität nicht gleichzeitig und nicht im gleichen Ausmaß in allen Staaten erreichbar.<sup>2</sup> Außerdem wäre es aufgrund der unterschiedlichen Zinssensitivität der EWU-Staaten möglich, daß die realwirtschaftlichen Opportunitätskosten der Preisstabilität, etwa gemessen am Rückgang der Beschäftigung im Zuge einer restriktiven Zinspolitik, in den Ländern unterschiedlich hoch wären. Je größer daher die verbliebenen Strukturunterschiede in der EWU noch sind, desto höher sind tendenziell die möglichen Nutzeneinbußen.<sup>3</sup>

Die Aussichten für eine erfolgreiche gemeinsame Geldpolitik der EZB wären zudem in diesem Zusammenhang um so höher zu bewerten, je genauer die Kenntnisse der europäischen Notenbank über die qualitative und quantitative Ausgestaltung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in ihrem Währungsgebiet wären.<sup>4</sup>

Einen wesentlichen Einfluß auf die Ausgestaltung der Transmissionsmechanismen der Geldpolitik üben neben der spezifischen Flexibilität der Löhne (z.B. im Zuge unterschiedlicher Tarifstrukturen) und Preise in den einzelnen Teilnehmerstaaten die natio-

<sup>1</sup> Vgl. De Bondt (1998a), S. 2.

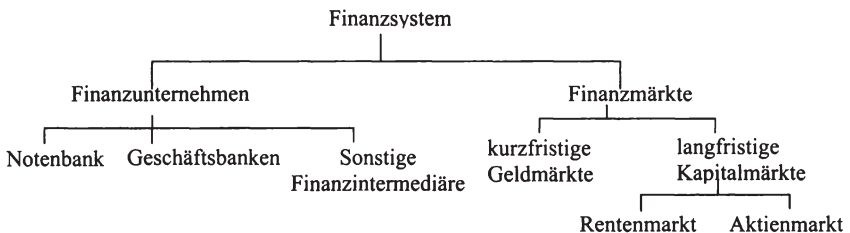
<sup>2</sup> Vgl. McCauley/White (1997), S. 31 und Schmidhuber (1999), S. 14.

<sup>3</sup> Vgl. Crockett (1994), S. 172 und S. 174, Pennant-Rea (1997), S. 6f. sowie Giavazzi/Giovannini (1987).

<sup>4</sup> Vgl. Remsperger (1999b), S. 2 und Schich et al. (1999), S. 73f.

nenalen Finanzsysteme aus.<sup>5</sup> Der Begriff des Finanzsystems oder der Finanzstrukturen einer Volkswirtschaft wird in dieser Arbeit dabei sehr weit gefaßt. Er beinhaltet nicht nur die spezifische Ausgestaltung des Finanzsektors als den institutionellen Bestandteil des Finanzsystems (siehe Abbildung D.1), sondern auch die Finanzierungsgewohnheiten der Unternehmen und Haushalte. Im internationalen Vergleich typische Charakteristika z.B. beim Aufbau des Bankwesens und bei der Gewichtung sonstiger Finanzintermediäre, beim Entwicklungsstand der Geld- und Kapitalmärkte und bei der Art der dort gehandelten Wertpapiere sowie beim Verschuldungs- und Anlageverhalten der Haushalte und Unternehmen bestimmen Richtung und Ausmaß der Auswirkungen der Geldpolitik auf das Wirtschaftsgeschehen. Unterschiedliche nationale Finanzstrukturen können für jede der an der EWU beteiligten Volkswirtschaften eine spezifische Zinssensitivität ergeben und prägen bislang die geldpolitische Konzeption eines Landes entscheidend.<sup>6</sup>

Abbildung D.1: Schematische Darstellung der institutionellen Bestandteile des Finanzsystems einer Volkswirtschaft



Quelle: eigene Darstellung

Da die einheitliche europäische Geldpolitik nur sehr begrenzt auf nationale Besonderheiten in den Finanzstrukturen Rücksicht nehmen kann, sollte in der Diskussion um die Europäische Währungsunion die Untersuchung der Finanzstrukturen der Gründungsmitglieder und zukünftiger Beitrittskandidaten nicht vernachlässigt werden. Daher wird im folgenden anhand des britischen, französischen und italienischen Finanzsystems beispielhaft untersucht werden, ob es in Europa über die vergangenen Jahre, etwa im Zuge der Schaffung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen, zu der erforderlichen Annäherung der nationalen Finanzstrukturen gekommen ist, so daß über eine Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen asymmetrische Auswirkungen der Geldpolitik weitestgehend ausgeschlossen werden können.

Zusätzlich soll mit Hilfe der Analyse der nationalen Finanzsysteme – in Vorbereitung der Untersuchung der nationalen Geldpolitiken in Kapitel F – ermittelt werden, ob sich aus den spezifischen Finanzstrukturen der betrachteten Staaten Einschränkungen des

<sup>5</sup> Vgl. De Bondt (1998b), S. 272.

<sup>6</sup> Vgl. De Bondt (1998b), S. 271 und Schmidt (1999), S. 8f.



Handlungsrahmens für die betroffenen Notenbanken ergeben haben oder für die EZB noch ergeben können.

## **II. Beschreibung des institutionellen Rahmens der britischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen**

### **1. Darstellung des britischen Bankensystems**

#### **1.1. Das britische Geschäftsbankensystem als Trennbankensystem**

Das britische Bankensystem basiert auf einem historisch gewachsenen Trennbanken- oder Spezialbankensystem, in dem sich verschiedene Arten von Banken lange Zeit auf bestimmte Teilbereiche des Bankengeschäfts spezialisierten und nicht alle Bankdienstleistungen aus einer Hand anboten, wie es z.B. die deutschen Universalbanken tun.<sup>7</sup> In der britischen Statistik werden innerhalb der Geschäftsbanken drei große Blöcke unterschieden: die britischen Banken, die ausländischen Banken und die Konsortialbanken (siehe Abbildung D.2).<sup>8</sup>

Innerhalb des Blocks der britischen Banken wird wiederum dem System der Spezialbanken folgend zwischen Handelsbanken, britischen Auslandsbanken und Depositenbanken (retail banks<sup>9</sup>) unterschieden.<sup>10</sup> Die retail banks nehmen als wichtigste Gruppe über ein weit verzweigtes Filialnetz Einlagen herein und vergeben Kredite an Private und Kleinunternehmen. Ihr Kerngeschäft ist das kurzfristige Einlagen- und Kreditgeschäft mit Einzelkunden.<sup>11</sup> Zu den Depositenbanken zählt die Bank of England die privatisierten Sparkassen (trustee savings banks<sup>12</sup>), die National Girobank<sup>13</sup>, das Banking Department der Bank of England und als besonders wichtige Gruppe die großen Clearingbanken (clearing banks) mit den vier Londoner Instituten National Westminster, Barclays, Lloyds und Midland an der Spitze. Die Clearingbanken werden so ge-

<sup>7</sup> Vgl. Klein (1998), S. 183 und Büschgen (1997), S. 69f. Entscheidendes Kriterium für die Klassifizierung eines Bankensystems ist die Frage, ob eine Bank sowohl das Einlagen- und Kreditgeschäft als auch das Effektengeschäft betreiben darf. Eine Trennung des Bankensystems kann jedoch auch aufgrund der Fristigkeit des betriebenen Bankgeschäfts in einen kurzfristig und in einen langfristig orientierten Sektor erfolgen. Siehe Kapitel D.IV.

<sup>8</sup> Vgl. auch im folgenden HMSO (1995), S. 6-19.

<sup>9</sup> Im folgendem werden Fachbegriffe der englischen Rechtschreibung entsprechend mit Ausnahme von Eigennamen klein geschrieben.

<sup>10</sup> Vgl. auch im folgenden Paprotzki (1991), S. 78-83 und Roth (1989), S. 6-15.

<sup>11</sup> Anders verhalten sich im Gegensatz dazu die sogenannten „wholesale banks“. Sie finanzieren sich durch die Hereinnahme relativ hoch verzinsten Großbeträge oder über die Geldmärkte und vergeben Großkredite für Unternehmensinvestitionen. Da das „wholesale banking“ inzwischen von fast allen Banken betrieben wird, wird durch diese Unterscheidung keine eigene Bankengruppe spezifiziert. Vgl. Buckle/Thompson (1995), S. 73-80.

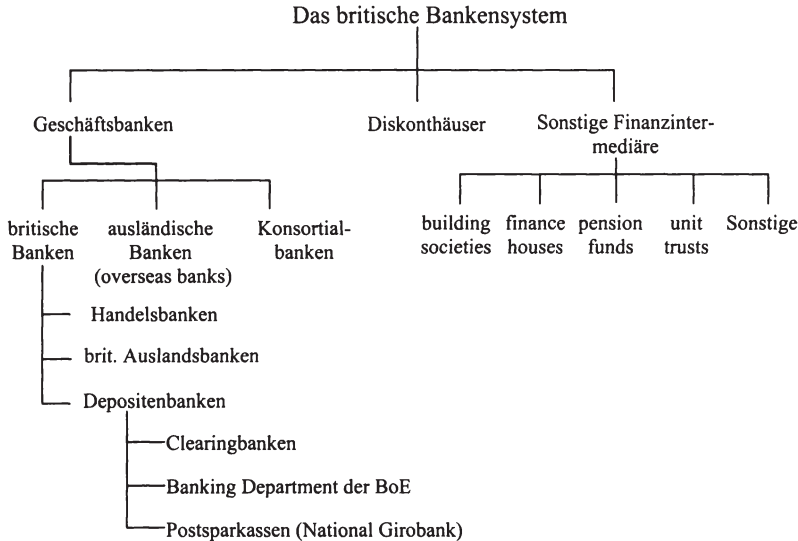
<sup>12</sup> Diese sammelten früher überwiegend Einlagen von Kleinsparern und investierten diese in Regierungspapiere oder Kommunalobligationen, vgl. Campbell (1974), S. 301. Nach ihrer Privatisierung wurde die Gruppe von der Großbank Lloyds aufgekauft.

<sup>13</sup> Diese ist vergleichbar mit den deutschen Postgiroämtern. Ihre Hauptaufgabe besteht in der Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, vgl. Campbell (1974), S. 319f.



nannt, weil über sie der Hauptteil des bargeldlosen Zahlungsverkehrs abgewickelt wird. Sie unterhalten zu diesem Zweck spezielle Einlagen (operational deposits) bei der Bank of England. Die Verrechnung der Zahlungssalden über diese Konten wird als „clearing“ bezeichnet.<sup>14</sup>

Abbildung D.2: Das britische Bankensystem



Quelle: eigene Darstellung basierend auf Paprotzki (1991), S. 78-83.

Eine erste Besonderheit des britischen Finanzwesens ist die extreme Konzentration des Publikumsgeschäfts auf die genannten vier Clearingbanken. Diese im Vergleich zu Deutschland stark oligopolistische Bankenstruktur nutzte die britische Geldpolitik bis 1971 zur Bildung eines Zinskartells, dem die Bank of England die Zinshöhe inoffiziell vorgab. Dadurch war eine direkte Steuerung der Zinssätze ohne die möglichen Transmissionsverzerrungen anderer Instrumente<sup>15</sup> möglich. Auch gegenwärtig nehmen die Clearingbanken, wie im weiteren Verlauf der Arbeit noch dargestellt wird, als „primary dealers“ im Verhältnis zur Bank of England eine Sonderrolle ein.

Neben dem Kerngeschäft haben die Depositenbanken ihre Geschäftstätigkeit heute aufgrund neuer gesetzlicher Bestimmungen<sup>16</sup> auch auf Großfinanzierungen und auf das internationale Bankengeschäft ausgedehnt. Durch die Gründung von Tochtergesellschaften und offenen Investmentfonds haben sie zudem Zugang zum Wertpapiergeschäft gewonnen.

<sup>14</sup> Vgl. Paprotzki (1991), S. 79f.

<sup>15</sup> Siehe Kapitel E.II.2.

<sup>16</sup> Siehe Kapitel D.II.1.4.

Eine weitere Gruppe innerhalb des Blocks der britischen Banken bilden die Handelsbanken (merchant banks). Sie dienten ursprünglich der Finanzierung von Handelsunternehmen,<sup>17</sup> heute liegt ihr Geschäftsschwerpunkt außerdem in der Beratung von Unternehmen in Finanzierungsfragen und im Emissionsgeschäft. Als dritte Teilgruppe sind die britischen Auslandsbanken zu nennen. Diese haben ihren Sitz in London, sind aber vorwiegend im Ausland tätig.<sup>18</sup>

Den zweiten wichtigen Block der Geschäftsbanken bilden die ausländische Banken. Dies sind Institute mit Sitz im Ausland, die in London mit Niederlassungen vertreten sind. Ihre hohe Anzahl beruht auf der Bedeutung Londons als internationalem Finanzplatz. Gemessen am Bilanzvolumen sind sie die größte Bankengruppe, was durch die starke Expansion ihres Hauptgeschäftsfeldes, der Eurowährungsmärkte, begründet ist. Die bedeutendsten Gruppen sind kontinentaleuropäische, amerikanische und japanische Banken.<sup>19</sup>

Den dritten Block bilden die Konsortialbanken. Dies sind Gemeinschaftsgründungen verschiedener Banken mit der Aufgabe der Emission von Eurowährungsanleihen, die ein sehr hohes Ausgabevolumen umfassen (sog. Emissionskonsortium).

## **1.2. Die Diskonthäuser als institutionelle Besonderheit des britischen Finanzwesens**

Die Diskonthäuser (discount houses) stellten lange Zeit eine besonders wichtige institutionelle Besonderheit des britischen Bankensystems dar.<sup>20</sup> Es gibt sieben Diskonthäuser, die sich in der „London Discount Market Association“ (LDMA) zusammengeschlossen haben. Ihre Geschäftstätigkeit besteht darin, Überschußliquidität der Geschäftsbanken in Form jederzeit fälliger oder sehr kurzfristiger Einlagen hereinzunehmen. Diese Mittel legen die Diskonthäuser entweder in kurzfristigen Wertpapieren an oder sie verleihen das Geld zu höheren Zinssätzen an Geschäftsbanken weiter, die Liquidität suchen.<sup>21</sup> Durch die Aktivitäten der Diskonthäuser entsteht ein Markt für Wechsel, der Diskontmarkt, auf dem Papiere mit den verschiedensten Restlaufzeiten angeboten werden, so daß eine Bank ihr Wechselportfolio nach ihren Wünschen zusammenstellen kann. Neben Wechseln handeln die Diskonthäuser auch mit kurzfristigen Staatspapieren, Gemeindeschuldverschreibungen und auf einem Sekundärmarkt „certificates of deposit“ (CDs).<sup>22</sup>

In ihrer Funktion als zentrale Akteure des kurzfristigen Geldmarkts waren sie lange Zeit einzigartig und von zentraler Bedeutung für die britische Geldpolitik. Sie waren die Mittler zwischen der Bank of England und dem Geschäftsbankensystem. Die Bank

<sup>17</sup> Vgl. Grün (1974), S. 44f. Bevorzugt wurden dabei Wechselkredite, weswegen ein Teil dieser Banken „accepting houses“ genannt wird.

<sup>18</sup> Ein Beispiel ist die Standard Chartered Bank, die hauptsächlich in Afrika und Asien tätig ist. Vgl. Klein (1998), S. 201.

<sup>19</sup> Vgl. Klein (1998), S. 206-208.

<sup>20</sup> Vgl. auch im folgenden HMSO (1995), S. 17f. und Paprotzki (1991), S. 70-76.

<sup>21</sup> Vgl. BEQB (August 1988), S. 391.

<sup>22</sup> Vgl. Harrington (1996), S. 172f.

of England erreichte daher den größten Teil des Bankensektors nur indirekt. Diese Besonderheit der Diskonhäuser beruhte darauf, daß sie als einzige Institute die Möglichkeit der Kreditaufnahme bei der Bank of England hatten. Im Gegensatz zu deutschen Banken konnten die britischen Geschäftsbanken eine an den Geldmärkten nicht zu schließende Liquiditätslücke nicht direkt über eine Kreditaufnahme bei der Zentralbank schließen, sondern sie mußten Kredite bei den Diskonhäusern aufnehmen. Diese refinanzierten sich im Falle eines Liquiditätsengpasses dann bei der Bank of England, die als *lender of last resort*<sup>23</sup> diente. Als Gegenleistung für ihr Privileg der Kreditaufnahme bei der Bank of England waren die Diskonhäuser verpflichtet, die wöchentlich von der Bank of England zur kurzfristigen Finanzierung der Staatsverschuldung oder zur Erzeugung eines Liquiditätsengpasses auf dem Geldmarkt begebenen Schatzwechsel (Treasury bills) vollständig zu übernehmen.<sup>24</sup>

Ein Vorteil des britischen Systems der Diskonhäuser bestand zum einen für die Bank of England darin, daß sie aufgrund der Verpflichtung der Diskonhäuser zur Übernahme der gesamten Schatzwechsel ihre Aufgabe der Finanzierung der kurzfristigen Regierungsverschuldung am Markt problemlos erfüllen konnte. Zum anderen erleichterte die begrenzte Anzahl der Diskonhäuser der Bank of England die Einflußnahme auf die geldmarktpolitischen Parameter. Dem entgegen stand der Nachteil einer nur indirekten Marktverbindung zum übrigen Geschäftsbankensektor, was den gezielten, effizienten Einsatz der geldpolitischen Instrumente erschwerte. Zudem beeinträchtigte die verhältnismäßig geringe Größe der Diskonhäuser zunehmend die Kreditaufnahme des Bankensystems bei der Zentralbank.

Insbesondere aufgrund des letztgenannten Nachteils können die Geschäftsbanken, *building societies* und andere Finanzinstitute seit 1997 direkt Kredite bei der Bank of England aufnehmen, so daß die Diskonhäuser ihr Privileg des Notenbankzugangs verloren haben. Gleichzeitig wurde auch ihre Wechselankaufsverpflichtung aufgehoben.<sup>25</sup> Die Diskonhäuser verloren durch diese Reform somit weitestgehend ihren besonderen Charakter.

### **1.3. Die Aufgaben der *building societies* und anderer Finanzintermediäre**

Die *building societies*<sup>26</sup> stellen eine Kombination aus Bausparkasse und Hypothekendar. Früher bestanden sie vorwiegend in der Rechtsform des Vereins auf Gegenseitigkeit, inzwischen wurden viele in börsennotierte Aktiengesellschaften umfirmiert.<sup>27</sup> Sie haben in Großbritannien ein wesentlich höheres Gewicht als die Bausparkassen in Deutschland und wiesen in den letzten Jahren aufgrund der steuerlichen För-

<sup>23</sup> Die *lender of last resort*-Eigenschaft bezeichnet die Funktion einer Zentralbank als letzte Kreditquelle.

<sup>24</sup> Vgl. BEQB (December 1984b), S. 483. Diese Verpflichtung war sehr wichtig für die britische Geldpolitik, denn die Bank of England konnte so jederzeit einen künstlichen Liquiditätsengpaß herbeiführen und die Zinshöhe am Geldmarkt bestimmen, siehe Kapitel D.II.2.1.

<sup>25</sup> Die Reform wird ausführlicher in Kapitel D.II.2.2. beschrieben werden.

<sup>26</sup> Die drei größten sind Halifax, Nationwide und Woolwich.

<sup>27</sup> So gingen z.B. 1997 Halifax, Alliance & Leicester, Woolwich und Northern Rock an die Börse. Vgl. Dries (1997), S. 1.

derung des Erwerbs von Wohneigentum die stärkste Dynamik im Finanzdienstleistungsbereich auf. Ihr Anteil an den Sterling-Einlagen ist inzwischen größer als der aller Banken zusammen.<sup>28</sup>

Ähnlich wie bei den deutschen Bausparkassen bestand ihre Geschäftstätigkeit früher darin, Einlagen von Kleinsparern zu sammeln und als Kredite für wohnwirtschaftliche Zwecke zu vergeben. Seit dem Building Society Act von 1986 hat sich ihr Geschäftsfeld stark erweitert. Sie dürfen nun auch für ihre Kunden Girokonten mit allen dazu gehörigen Dienstleistungen führen. Außerdem sind ihnen seither, wenn auch prozentual begrenzt, die Vergabe von ungedeckten Krediten für andere Zwecke als den Immobilienerwerb und die Tätigkeit als Versicherungsmakler erlaubt. Aufgrund dieser Entwicklungen stellen sie heute die Hauptkonkurrenten der großen Clearingbanken im Publikumsgeschäft dar.

Teilzahlungskreditinstitute (finance houses) vergeben Ratenkredite an private Haushalte, vorwiegend für den Erwerb langlebiger Konsumgüter. Diese Art von Krediten war bis in die siebziger Jahre für die Geldpolitik von Bedeutung, als ihre Vergabe zeitweise im Zuge einer restriktiven Politik quantitativ beschränkt wurde.<sup>29</sup> Viele dieser Institute bieten heute alle Arten von Bankgeschäften an, so daß einige von ihnen bereits von der Bank of England als Bank anerkannt wurden.

Als sonstige bedeutende Finanzintermediäre sind die Versicherungsunternehmen, die Pensionsfonds (pension funds) und die Fondsgesellschaften (unit trusts) zu nennen. Diese Institute spielen in Großbritannien eine größere Rolle als in Deutschland, da über sie die Altersversorgung geregelt wird. Für die Wertpapier- und Kapitalmärkte sind sie sogar wichtiger als die britischen Banken.<sup>30</sup> Als Anleger stellen sie auf diesen Märkten den britischen Unternehmen einen Großteil des Eigenkapitals und des langfristigen Fremdkapitals zur Verfügung.<sup>31</sup>

#### **1.4. Die Entwicklung in Richtung Universalbankensystem als Folge von Deregulierungsmaßnahmen**

Wie schon mehrfach angedeutet, hat in den siebziger Jahren ein Wandel im britischen Finanzsystem eingesetzt, der die eben dargestellte klare Trennung in Spezialbanken zu verwischen begann.<sup>32</sup> Dieser Vorgang hat sich in den achtziger Jahren durch die Deregulierungsmaßnahmen<sup>33</sup> der Thatcher-Regierung stark beschleunigt. Ziel der Deregulierungsmaßnahmen war es, die führende Position Großbritanniens auf den internationalen Finanzplätzen zu erhalten, indem die Wettbewerbsfähigkeit der britischen

<sup>28</sup> Vgl. auch im folgenden HMSO (1995), S. 11-13.

<sup>29</sup> Siehe Kapitel F.II.2.

<sup>30</sup> Sie halten etwa die Hälfte der britischen Staatspapiere und der von britischen Unternehmen ausgegebenen Stammaktien. Vgl. Roth (1989), S. 38f.

<sup>31</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (1984), S. 37.

<sup>32</sup> Für einen ausführlichen Überblick über die Veränderungen im britischen Finanzsektor seit 1970 vergleiche Pawley (1993), S. 24-30.

<sup>33</sup> Unter Deregulierung versteht man die Aufhebung rechtlicher Einschränkungen im Marktgeschehen, oft verbunden mit dem Begriff der Liberalisierung.

Finanzmärkte gestärkt wurde. Des weiteren sollte auf dem Binnenmarkt der beobachtete Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der Geschäftsbanken gegenüber den Auslandsbanken und den building societies korrigiert werden. Schließlich strebte man einen verstärkten Wettbewerb im Finanzsektor und daraus resultierend positive Wohlfahrtseffekte, vor allem durch sinkende Hypothekenzinsen,<sup>34</sup> an.<sup>35</sup>

1979 erfolgte die Abschaffung der noch für Gebietsansässige bestehenden Devisenkontrollen, was vor allem den ausländischen Banken ein Vordringen in den britischen Markt erlaubte. Die Deregulierung der Finanzmärkte gipfelte in einer vollständigen Umstrukturierung des Börsenwesens 1986.<sup>36</sup> Seither ist es z.B. nicht handelsberechtigten Finanzunternehmen erlaubt, Mehrheitsbeteiligungen an den der Börse zugehörigen Mitgliedsfirmen zu erwerben. Dies führte dazu, daß vor allem die wichtigen Depositenbanken und die Handelsbanken große Wertpapierabteilungen aufbauten. Die Folge dieser Reform war, wie erhofft, ein starker Anstieg des Geschäftsvolumens an den Londoner Wertpapiermärkten.<sup>37</sup>

Ein weiteres Element der Reformen war das Building Society-Gesetz von 1986, das diesen Gesellschaften, wie dargestellt, eine starke Ausweitung ihres Geschäftsfelds ermöglichte, so daß sie sich kaum noch von den Geschäftsbanken unterscheiden. Andererseits ist den großen Depositenbanken seit dem Banking Act von 1987 vieles erlaubt, was bisher den Spezialbanken vorbehalten war, vor allem in den Bereichen des Wertpapierhandels und des Investmentbankings. Allerdings erwies sich das Investmentbanking-Geschäft aufgrund der hohen Kapitalintensität und der starken Konkurrenz der spezialisierten Merchantbanken sowie amerikanischer Großbanken als so schwierig, daß National Westminster und Barclays 1997 beschlossen, große Teile dieses Bereiches wieder zu verkaufen.<sup>38</sup>

Als Ergebnis dieser Reformen kam es zu einer Verwischung der bisherigen Trennlinien im Spezialbankensystem und zu einer Annäherung an das kontinentaleuropäische Universalbankensystem.<sup>39</sup> Für die britische Geldpolitik der achtziger Jahre, die an einer Geldmengensteuerung interessiert war, hatte diese Entwicklung weitreichende Folgen, denn die Struktur des Finanzsektors beeinflusste die Definitionen der Geldmengenaggregate und damit deren Verwendung als Zwischenziele der Geldpolitik.<sup>40</sup>

<sup>34</sup> Ein Ziel der Thatcher-Regierung war die Schaffung einer „Nation der Eigenheimbesitzer“. Hierfür waren niedrige Hypothekenzinsen wichtig, damit die Haushalte die Finanzierungskosten tragen konnten. Außerdem geht die Entwicklung der Hypothekenzinsen in Großbritannien in den Inflationsindex RPI (retail price index) mit ein.

<sup>35</sup> Vgl. Buckle/Thompson (1995), S. 170f.

<sup>36</sup> Diese Reform wird als „Big Bang“, Großer Knall, bezeichnet, siehe unten.

<sup>37</sup> Vgl. Matthews/Minford (1987), S. 68.

<sup>38</sup> Vgl. Schulz (1997c), S. 25 und FAZ vom 03.12.1997, Nr. 281, S. 26.

<sup>39</sup> Am deutlichsten wurde diese Entwicklung durch die building society Abbey National, die sich im Zuge des Building Society Acts von der Bank of England als Geschäftsbank anerkennen ließ.

<sup>40</sup> Siehe Kapitel F.II.3. Der Wechsel der building society Abbey National in den Geschäftsbankensektor hätte die Geldmenge sterling M3, die zwar Bankeinlagen, aber keine Spareinlagen bei building societies umfaßte, an einem Tag um 10% steigen lassen. Die Ausdehnung der Geschäftstätigkeit der Banken auf Immobilienkredite trug 1981 wesentlich zur Verfehlung des Geldmengenzieles bei, vgl. Fforde (1982), S.205.

1987 mußte deshalb z.B. das Aggregat M4 eingeführt werden, das die Entwicklung der von building societies gehaltenen Einlagen berücksichtigt.

## **2. Die britischen Finanzmärkte als Bezugspunkte der Geldpolitik**

### **2.1. Der Diskontmarkt als Zentrum geldpolitischer Maßnahmen in Großbritannien**

Der Diskontmarkt ist in London im 19. Jahrhundert entstanden und spielte im Goldstandard eine zentrale Rolle.<sup>41</sup> Marktteilnehmer sind heute die Diskonthäuser, die Geldhandelsabteilungen einiger Banken, Geld- oder Wechselmakler (money or bill brokers) und die Bank of England.<sup>42</sup> Die Aufgabe des Marktes besteht darin, den Banken entweder die Möglichkeit zu bieten, überschüssige Liquidität in sehr liquider Form anzulegen, oder durch den Verkauf von Wechseln<sup>43</sup> aus ihren Aktiva Liquidität zu gewinnen. Die Notwendigkeit zur Gewinnung von Liquidität entsteht für die Clearingbanken, wenn ihre operational deposits bei der Bank of England unter ihre Mindesthöhe<sup>44</sup> fallen. Diese Funktion der Liquiditätssicherung wurde aber seit den siebziger Jahren zunehmend von den Parallelmärkten übernommen.

Der Diskontmarkt gewinnt heute als Zentrum der geldpolitischen Operationen der Bank of England seine Bedeutung. Über ihn steuert sie die Liquiditätssituation des Bankensektors, die sich aus der Veränderung der Einlagen aufgrund der Zahlungsströme zwischen Privatwirtschaft und Regierung ergibt.<sup>45</sup> Kommt es z.B. aufgrund eines Steuertermins zu einem großen Liquiditätsabfluß bei den Banken, kauft die Bank of England über die Diskonthäuser Wechsel zu einem von ihr bestimmten Zinssatz<sup>46</sup> an und erhöht so wieder die Liquidität des Bankensektors zu Kosten, die sie bestimmt. Somit stehen ihr Zinsvariationen als geldpolitisches Instrument zur Verfügung.

Zudem spielt der Diskontmarkt bei der kurzfristigen Finanzierung der Regierungsverschuldung eine entscheidende Rolle. Durch die Verpflichtung der Diskonthäuser, neu begebene Schatzwechsel in voller Höhe zu übernehmen, war bis 1997 die kurzfristige

<sup>41</sup> Siehe Kapitel F.II.1.

<sup>42</sup> Vgl. Buckle/Thompson (1995), S. 202-208.

<sup>43</sup> Folgende Arten von Wechseln gibt es: Schatzwechsel (Treasury bills, vom Schatzamt begeben), Gemeindeschatzwechsel (local authority bills, von Gemeinden begeben), Bankwechsel (bank bills, von Banken begeben), Handelswechsel (commercial bills, von Industrie- und Handelsunternehmen begeben).

<sup>44</sup> Die „operational deposits“ sind die Konten der Clearingbanken, über die der bargeldlose Zahlungsverkehr ausgeglichen wird. Tritt nun der Fall ein, daß bei einer Bank im Zuge des clearings mehr Mittel an andere Banken und die Regierung abfließen als von anderen Banken zurückkommen, so kann es sein, daß die operational deposits unter das Minimum (das sog. cash requirement, das sind 1,5% der eligible liabilities) fallen, das die Bank of England für den reibungslosen Ablauf des Zahlungsverkehrs für nötig erachtet. In diesem Fall muß diese Bank sich Liquidität auf den Geldmärkten besorgen. Für eine ausführliche Darstellung der Abläufe auf dem Diskontmarkt vgl. BEQB (March 1982b), S. 86-94.

<sup>45</sup> Vgl. auch im folgenden Paprotzki (1991), S. 85.

<sup>46</sup> Der bis 1972 als Bank rate und bis 1981 als minimum lending rate (MLR) bezeichnet wurde. Seit 1981 veröffentlicht die Bank of England keinen festen Zinssatz mehr, vgl. Roth (1989), S. 49.



Finanzierung der Regierung über den Diskontmarkt abgesichert. Außerdem nutzte die Bank of England diese Verpflichtung der Diskonthäuser für ihre Strategie des „overfunding“. Diese bestand darin, mehr Schatzwechsel als zur Deckung des kurzfristigen Liquiditätsbedarfs der Regierung eigentlich nötig zu emittieren, um so (wegen der Übernahmeverpflichtung der Diskonthäuser) künstlich einen Liquiditätssengpaß im Bankensektor zu erzeugen. Die Banken mußten sich dann an die Diskonthäuser wenden und diese wiederum an die Bank of England, der es so gelang, jederzeit das Zinsniveau nach ihren Wünschen zu steuern.<sup>47</sup> Aufgrund des rasanten Wachstums der Finanzgeschäfte in den letzten Jahren und des damit verbundenen höheren täglich zu steuernden Finanzbedarfs erwies sich der Diskontmarkt jedoch zunehmend in seiner Größe als unzureichend.

## 2.2. Die Parallelmärkte als alternative Liquiditätsmärkte des Finanzsektors

Die Parallelmärkte unterscheiden sich vom Diskontmarkt darin, daß auf ihnen ungesicherte Kredite gehandelt werden.<sup>48</sup> Sie entwickelten sich in den fünfziger Jahren durch die Nachfrage nach kurzfristigem Kapital seitens der Banken, anderer Finanzintermediäre, der Unternehmen und der Kommunen.

Von besonderer Bedeutung sind die Eurowährungsmärkte (euromarkets). Auf ihnen werden die wichtigsten Währungen außerhalb ihres Ursprungslandes gehandelt. Diese Märkte entwickelten sich in den fünfziger Jahren, um staatliche Devisenregulierungen und andere oft Kosten steigernde Vorschriften (z.B. Reserveverpflichtungen) umgehen zu können. Ein weiterer Vorteil der Eurowährungsmärkte ist, daß die Akteure sofort die Währung handeln können, die sie auch möchten.<sup>49</sup> Entgegen des Namens beschränken sich die Eurowährungsmärkte nicht auf Europa, sondern auf ihnen wird weltweit gehandelt. Das Zentrum ist London.<sup>50</sup> Hauptakteure sind große multinationale Unternehmen, Banken und offizielle Institutionen wie Zentralbanken, Regierungen und internationale Geldorganisationen wie die Weltbank oder der Internationale Währungsfonds. Die Eurowährungsmärkte erstrecken sich über alle Laufzeiten, es handelt sich also sowohl um Geld- als auch um Kapitalmärkte.<sup>51</sup> In den letzten Jahren hat sich

<sup>47</sup> Der Vorteil dieser Strategie für die Bank of England war es, nicht darauf warten zu müssen, bis sich am Markt ein Liquiditätssengpaß einstellte, um Einfluß auf das Zinsniveau gewinnen zu können, sondern sie „zwang“ die Banken, sich an sie zu wenden. Diese Strategie wurde zudem anfangs der achtziger Jahre zur Geldmengensteuerung verwendet. Siehe Kapitel F.II.3.

<sup>48</sup> Vgl. auch im folgenden Paprotzki (1991), S. 86-91 und HMSO (1995), S. 39-46.

<sup>49</sup> Will z.B. ein US-Unternehmen in Großbritannien investieren, so muß es nicht erst einen Dollar-kredit aufnehmen und die Dollar in Pfund wechseln, sondern es spart sich die Devisenmarkttransaktion (und damit Gebühren) und nimmt am Euro-Pfund-Markt direkt Pfund auf.

<sup>50</sup> London gehört zu den größten internationalen Finanzplätzen der Welt. So besitzt London den Devisenmarkt mit dem weltweit höchsten Umsatz und der größten Anzahl gehandelter Währungen. Gründe hierfür sind zum einen in der Bedeutung Londons als Finanzzentrum und dem daraus folgenden Geschäftsvolumen zu sehen, zum anderen hat London einen Zeitzonenvorteil, so daß es als Bindeglied zwischen den USA und dem Fernen Osten fungiert, vgl. Bank of England (1994b), S. 1.

<sup>51</sup> Gehandelt werden z.B. (mit sinkender Laufzeit): eurobonds, euro-medium-term-notes und euro-commercial-papers.



dieses Marktsegment sehr dynamisch entwickelt („Globalisierung der Finanzmärkte“), ein Grund für das Wachstum der ausländischen Banken in London.<sup>52</sup>

Bis Mitte der achtziger Jahre galten die heimischen britischen Finanzmärkte im Gegensatz zu den Euromärkten als stark unterentwickelt. So fehlte z.B. ein ausreichend liquider Markt für Staatsanleihen als Maßstab des Markts, die Emissionstechniken waren undurchsichtig, fortschrittliche Marktsegmente wie ein Repo-Markt oder Techniken wie Stripping<sup>53</sup> waren nicht vorhanden.<sup>54</sup>

Im Zusammenhang mit einer stärkeren Zinsorientierung der Geldpolitik und einer Förderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des britischen Finanzsektors ergriff man 1986 weitreichende Reformmaßnahmen, die als Big Bang (Großer Knall) bezeichnet wurden.<sup>55</sup> So wurde die Unterscheidung zwischen „jobbers“, die bisher nur auf eigene Rechnung handeln dürfen, und „brokers“, die nur in Namen anderer Personen Geschäfte hatten tätigen dürfen, aufgehoben. Des weiteren wurde es erstmals großen Finanzkapitalgesellschaften erlaubt, Mehrheitsbeteiligungen an den der Börse zugehörigen Mitgliedsfirmen zu erwerben. Außerdem wurde die bisherige Mindestgebührenregelung aufgehoben. Ziel der Reform war eine Intensivierung des Wettbewerbs im Aktien- und Rentenhandel, um so die internationale Attraktivität der Londoner Finanzmärkte zu erhöhen. Zusammen mit der Einführung eines computergestützten Handelssystems gelang es tatsächlich, das Handelsvolumen deutlich auszuweiten. Zudem kam es zu zahlreichen Übernahmen kleinerer Börsendienstleister durch in- und ausländische Großbanken.<sup>56</sup>

Tabelle D.1: Struktur des britischen Geldmarkts (September 1996, in Mrd. Pfund)

Marktsegment	Volumen
Interbankenmarkt	125,6
CDs	85,1
Repo-Markt	80,0
Handelswechsel	21,1
Mittelfristige Wertpapiere	19,4
Schatzwechsel	7,7
Commercial paper	6,5

Quelle: Temperton (1997), S. 1511, Tabelle 31.44

Der wichtigste Sektor der Parallelmärkte ist der Interbankenmarkt (siehe Tabelle D.1). Auf ihm werden Kredite und Einlagen mit hohen Beträgen gehandelt. Teilnehmer

<sup>52</sup> Die Konsequenzen, die sich aus der Existenz der Eurowährungsmärkte für die britische Geld- und Währungspolitik ergeben, werden in Kapitel D.II.4. beschrieben.

<sup>53</sup> Mit Stripping wird der getrennte Handel von abgezinsten Zinsansprüchen und Tilgungsansprüchen aus einer Ursprungsanleihe bezeichnet.

<sup>54</sup> Vgl. Temperton (1997), S. 1454.

<sup>55</sup> Vgl. HMSO (1995), S. 37.

<sup>56</sup> Vgl. Buckle/Thompson (1995), S. 170f. und The Economist vom 02.08.1986, S. 50f.

sind, anders als in Deutschland, nicht nur Banken, sondern auch Nichtbanken wie Industrieunternehmen, Pensionsfonds und Versicherungen. Der Handel wird per Telefon abgewickelt. Da der Zins auf diesem Markt nur von Angebot und Nachfrage bestimmt und nicht von der Bank of England gesteuert wird, kann es zu wesentlich stärkeren Zinsschwankungen als auf dem Diskontmarkt kommen.

Ein anderer Teilmarkt ist der Markt für „sterling certificates of deposit“ (der sterling CD-Markt).<sup>57</sup> Diese CDs wurden ursprünglich entwickelt, um Wirtschaftsunternehmen eine bankinterne Anlagealternative zu Nichtbankenanlagen zu bieten. Heute dienen sie vor allem der Interbankenfinanzierung. Auf weiteren Parallelmärkten werden kurzfristige Wertpapiere gehandelt, die von Industrieunternehmen (commercial papers), Kommunen und Teilzahlungskreditinstituten zu ihrer Finanzierung emittiert wurden.

Seit Januar 1996 gibt es auch in Großbritannien einen Repo-Markt für Staatsanleihen, der sich sehr rasch entwickelte. Auf dem Repo-Markt erfolgt die Wertpapierleihe, und es werden Kredite durch den Verkauf und gleichzeitigem Terminrückkauf von Staatsanleihen (gilts) gehandelt. Ziele der Einführung dieses Marktsegments waren eine Flexibilisierung und Erweiterung des Geldmarkts, eine Förderung des Markts für gilts mit der Absicht einer Verbilligung der Regierungsfinanzierung über einen Anstieg der Nachfrage nach Staatsanleihen, die Schaffung einer Brücke zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt und schließlich eine Angleichung an internationale Entwicklungen.<sup>58</sup>

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß im britischen Finanzsystem den Geldmärkten eine wesentlich größere Bedeutung zukommt als etwa in Kontinentaleuropa. Ein Hauptgrund hierfür dürfte der fehlende direkte Zugang der Banken zur Notenbank sein.

Tabelle D.2: Geldmarktsegmente in Großbritannien, Frankreich und Italien

	<b>Großbritannien</b>	<b>Frankreich</b>	<b>Italien</b>
Staatliche Wertpapiere	Treasury bills	BTF (abdiskontiert) BTAN	BOT CCT BTP
CDs	ja	ja	ja
Commercial Papers	ja	BT (Billets de trésorerie) BSF und BIFS	unbedeutend

Quelle: Uctum (1992), S. 25, eigene Darstellung

<sup>57</sup> Einen vergleichenden Überblick über Geldmarktpapiere in Großbritannien, Frankreich und Italien gibt Tabelle D.2.

<sup>58</sup> Vgl. BEQB (February 1997), S. 72 und Temperton (1997), S. 1516f.

### 2.3. Der britische Kapitalmarkt<sup>59</sup>

Staatsanleihen (gilts) gibt es in Großbritannien sowohl als festverzinsliche Wertpapiere (80% des Gesamtvolumens) als auch seit 1981 als variabel verzinst, an der Inflationsrate RPI indizierte Ausführung (circa 18% des Gesamtvolumens) mit einem sehr breiten Laufzeitspektrum. Mit über 50 Milliarden Pfund Umlaufvolumen besitzt Großbritannien dabei den größten Markt für indizierte Anleihen der Welt.<sup>60</sup> Zusätzliche Marktsegmente umfassen z.B. asset backed securities. Finanzinstitute und Großunternehmen finanzieren sich jedoch bevorzugt über die Euromärkte. Käufer von gilts sind vorwiegend Versicherungen, Pensionsfonds, Ausländer, Banken und building societies.

Um die Liquidität der Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt zu garantieren, gibt es mehrere gilt-edged market-makers (GEMM). Diese sind verpflichtet, ständig Geld- und Briefkurse anzuzeigen, zu denen sie bereit sind, Staatsanleihen zu kaufen oder zu verkaufen. Um ihrer Aufgabe auch in Perioden eines großen Angebots von gilts nachkommen zu können, besitzen sie ähnlich wie die Diskonthäuser einen bevorzugten Kreditzugang bei der Bank of England.<sup>61</sup>

Auf dem Aktienmarkt werden überwiegend gewöhnliche Stammaktien (ordinary shares) gehandelt. Preference shares, die über eine bevorzugte Dividendenberechtigung verfügen, sind eher unbedeutend. London ist gemessen an der Marktkapitalisierung der mit Abstand größte Markt für Aktien in Europa.<sup>62</sup> Zunehmendes Gewicht gewinnt dabei auch der Handel mit ausländischen, insbesondere amerikanischen, Aktien.

Des weiteren besitzt London mit der London International Financial Futures Exchange (LIFFE) einen der weltweit bedeutendsten Märkte für den Handel mit Derivaten. Gehandelt werden Futures und Optionen auf verschiedene Basisinstrumente, am bedeutendsten sind Terminkontrakte auf langfristige Staatsanleihen.<sup>63</sup> So wurden bis 1997 mehr Futures auf deutsche Staatsanleihen in London als in Frankfurt gehandelt. Auch beim Handel von Futures auf italienische Staatsanleihen ist London führend.<sup>64</sup>

### 2.4. Zusammenfassung

Geld- und Kapitalmärkte spielen im britischen Finanzsystem eine wesentlich größere Rolle als in Kontinentaleuropa. Dementsprechend steht der Geldmarkt, insbesondere der Diskontmarkt, schon seit langer Zeit im Mittelpunkt geldpolitischer Maßnahmen der Bank of England. Im Gegensatz zu Deutschland und Italien spielte die bankorien-

<sup>59</sup> Der für die Defizitfinanzierung der öffentlichen Hand wichtige Kapitalmarkt wird nur sehr kurz behandelt, da er trotz Reformen (vgl. Roth (1989), S. 54-65 und BEQB (May 1997a), S. 187-197) für die Geldpolitik in Großbritannien von untergeordneter Bedeutung ist.

<sup>60</sup> Vgl. FAZ vom 13.12.1997, Nr. 290, S. 25.

<sup>61</sup> Vgl. BEQB (May 1997b), S. 198-200.

<sup>62</sup> Siehe Tabelle D.11.

<sup>63</sup> Vgl. Harrington (1996), S. 186 und HMSO (1995), S. 45f.

<sup>64</sup> Vgl. The Economist vom 06.02.1999, S. 84.

tierte Refinanzierungspolitik daher im Instrumentarium der britischen Notenbank nie eine bedeutende Rolle.

Das starke Wachstum der Geschäftsvolumens im Finanzsektor und die Entwicklung neuer Finanzprodukte führte jedoch zu einem zunehmenden Bedeutungszuwachs der Parallelmärkte. In den achtziger Jahren, als dieser Wandel besonders rasch voranschritt, kam es dadurch zu geldpolitischen Steuerungsproblemen. Nur sehr allmählich gelang es der britischen Geldpolitik, sich z.B. durch die Erweiterung des Kreises der geldpolitischen Geschäftspartner der Bank of England und durch die Einführung neuer geldpolitischer Instrumente (siehe Kapitel E.II.2.) an die geänderten Rahmenbedingungen anzupassen. Dies kann als eine Ursache für das in Kapitel F.II geschilderte Scheitern der britischen Geldpolitik in den siebziger und achtziger Jahren angesehen werden.

London gilt derzeit noch als führendes Finanzzentrum in Europa. Jedoch befürchtet die City, daß der vorläufige britische Verzicht auf eine Teilnahme an der EWU die Bedeutung Londons reduzieren könnte.<sup>65</sup> Erste Anzeichen hierfür sind die hohen Marktanteilsgewinne der kontinentaleuropäischen Terminbörse Eurex zu Lasten der LIFFE und die Verdrängung des Euro-Libors durch den Euribor als bedeutendster kurzfristiger Referenzzinssatz. Daher gehören die Vertreter der Londoner City zu den bedeutendsten Befürwortern eines raschen EWU-Beitritts Großbritanniens.

### **3. Die Finanzstrukturen britischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen**

Aufgrund des Spezialbankensystems deckten britische Unternehmen ihren langfristigen Kreditbedarf für gewöhnlich in Zusammenarbeit mit wholesale banks, insbesondere den Handels- und Investmentbanken. Bei den Clearingbanken wurden fast ausschließlich Überziehungskredite aufgenommen. Die britischen Haushalte hatten lange Zeit je nach Verwendungsart des Kredits unterschiedliche Ansprechpartner. Immobilenkredite wurden von den building societies, Teilzahlungskredite von den finance houses und sonstige Kredite von den Depositenbanken vergeben.<sup>66</sup> Durch die Reformen im Finanzsektor wurde diese Trennung inzwischen jedoch weitgehend aufgehoben.

Lange Zeit spielte der Wechsel bei der Unternehmensfinanzierung die wichtigste Rolle.<sup>67</sup> Dies erklärte die große Bedeutung der accepting houses im Finanzierungsgeschäft mit den Unternehmen und die geldpolitische Dominanz des Diskontmarktes. Da die Banken in Großbritannien keine Mindestreserveeinlagen bei der Bank of England unterhalten mußten, war der Wechsel zudem das beliebteste Mittel der kurzfristigen Liquiditätsanlage, so daß es für Unternehmen problemlos war, Bankakzepte zu erhalten. Mit dem Aufkommen paralleler Geldmärkte und aufgrund wirtschaftspolitischer Begünstigung gewann die Unternehmensfinanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte

<sup>65</sup> Vgl. The Economist vom 09.05.1998, Survey S. 17-22 oder Nell (1996), S. 53.

<sup>66</sup> Vgl. HMSO (1995), S. 6-19.

<sup>67</sup> Vgl. Campbell (1974), S. 313.

te zunehmend an Bedeutung, z.B. durch die Ausgabe von commercial papers. Für die Bank of England bedeutete dieser Wandel einen Einflußverlust, da sie den nationalen Diskontmarkt effektiver beeinflussen konnte als die international ausgerichteten Geldmärkte.

Tabelle D.3: Finanzverbindlichkeiten britischer, französischer, italienischer und deutscher Unternehmen 1993 (in % des BIP)

Großbritannien	Frankreich	Italien	Deutschland
81,5	67,9	59,4	93,9

Quelle: Kneeshaw (1995), S. 26f., Tabelle 5.

Ein hohes Gewicht bei der Unternehmensfinanzierung nimmt in zunehmendem Maße die Ausgabe von Aktien ein. So stieg die Börsenkapitalisierung bis 1996 auf über 150% des BIP, und der Börsenumsatz erreichte den europäischen Spitzenwert von 37,7% des BIP.<sup>68</sup> Die Verschuldung der britischen Unternehmen war 1993 mit 81,5% des BIP höher als in Frankreich und Italien, aber niedriger als in Deutschland (siehe Tabelle D.3).

Dabei nehmen insbesondere im Unternehmenssektor kurzfristige Kredite ein im internationalen Vergleich hohes Gewicht ein (siehe Tabelle D.4). Außerdem werden in Großbritannien im Gegensatz zu Deutschland selbst langfristige Unternehmens- und Immobilienkredite überwiegend nicht mit festen Zinssätzen vergeben, sondern variabel verzinst mit Bindung an das kurzfristige Zinsniveau (z.B. Libor).<sup>69</sup> Deshalb sind die kurzfristigen Zinssätze für die Kreditnachfrage der Unternehmen<sup>70</sup> und Haushalte relevant. Deutsche Unternehmen dagegen orientieren sich am langfristigen Zinsniveau. Daraus ergibt sich für die Bank of England ein geldpolitischer Vorteil gegenüber der Bundesbank. Eine Zentralbank ist nahezu ausschließlich auf dem kurzfristigen Geldmarkt tätig, dort kann sie mit ihren Instrumenten wirkungsvoll den Zinssatz steuern. Ihr Einfluß auf dem langfristigen Kapitalmarkt ist viel geringer, da hier andere Einflußgrößen wie etwa Inflationserwartungen eine sehr große Rolle spielen. Dies hat zur Folge, daß die Bank of England direkt über eine Steuerung des kurzfristigen Zinsniveaus das Investitionsverhalten des Unternehmenssektors beeinflussen kann. Es besteht ein direkter Transmissionsweg, über den die Bundesbank nicht verfügt.<sup>71</sup> Steuert diese das kurzfristige Zinsniveau, muß sie darauf hoffen, daß die langfristigen Zinsen sich in die gleiche Richtung bewegen, um das Investitionsverhalten wie gewünscht

<sup>68</sup> Siehe Tabelle D.11.

<sup>69</sup> Siehe Tabelle D.5. So sind z.B. über 90% der privaten Immobilienkredite variabel verzinst. Vgl. Artis/Lewis (1993), S. 52-54 und Goodhart (1986), S. 88 sowie das Tabelle D.17. In Niedrigzinsphasen wie zu Beginn der neunziger Jahre steigt jedoch für gewöhnlich der Anteil von Krediten mit fünfjähriger Zinsbindung, vgl. Miles (1994), S. 38.

<sup>70</sup> Da die Kreditnachfrage der Unternehmen vom geplanten Investitionsvolumen abhängt, spielen außerdem deren Absatz- und Erlöserwartungen eine wichtige Rolle.

<sup>71</sup> Vgl. Ohr (1996a), S. 83 und Borio (1995), S. 80f.

beeinflussen zu können.<sup>72</sup> Im Transmissionsweg der Bundesbank stellen die Inflationserwartungen eine zusätzliche Einflußgröße dar, die sich zudem nur sehr schwer prognostizieren läßt, da es sich um eine psychologische Größe handelt. Es ergibt sich, daß die Bank of England theoretisch das Investitionsverhalten der Unternehmen leichter beeinflussen kann als die Deutsche Bundesbank.<sup>73</sup>

Tabelle D.4: Kreditfristigkeit<sup>74</sup> nach Sektoren<sup>75</sup> in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland 1993 (in % des sektoralen Kreditumfangs)

	Haushalte		Unternehmen	
	kurzfristig	mittel- und langfristig	kurzfristig	mittel- und langfristig
<b>Großbritannien</b>	18	82	50	50
<b>Frankreich</b>	4	96	22	78
<b>Italien</b>	22	78	57	43
<b>Deutschland</b>	6	94	21	79

Quelle: Borio (1995), S. 79, Tabelle 10.

Zudem sind in Großbritannien aufgrund der variablen Verzinsung der Kredite auch bereits bestehende Verträge von Leitzinsänderungen betroffen, wohingegen eine Änderung des Zinsniveaus in Deutschland im wesentlichen nur Einfluß auf Neuverträge hat. Daher kann damit gerechnet werden, daß sich geldpolitische Schritte in Großbritannien rascher und in größerem Umfang auf die Volkswirtschaft auswirken.<sup>76</sup>

Polit-ökonomisch ergab sich in der Vergangenheit aus der variablen Verzinsung der Immobilienkredite und der hohen Anzahl der mit Darlehen belasteten Haushalte eine Einengung der britischen Geldpolitik. So stellten Zinssenkungen, die der Schatzkanzler der abhängigen Bank of England damals vorgeben konnte, über Jahrzehnte hinweg ein besonders attraktives Mittel zur Gewinnung von Wählerstimmen dar. So wurden

<sup>72</sup> Es ist nicht sehr unwahrscheinlich, daß das Gegenteil eintritt. Sieht die Bundesbank Inflationsgefahren, so will sie mittels einer restriktiven Geldpolitik die Investitionen, damit die Konjunktur und damit den Preisauftrieb dämpfen. Sie erhöht deshalb die kurzfristigen Zinsen. Nun kann es sein, daß die Marktteilnehmer aufgrund dieser Maßnahme glauben, daß die Bundesbank erfolgreich sein wird und senken deshalb ihre Inflationserwartungen. Da diese ein wichtiges Element des langfristigen Zinsniveaus sind, sinken dadurch auch die langfristigen Zinsen (im Extremfall kommt es zu einer inversen Zinsstruktur wie etwa zu Beginn der neunziger Jahre). Da die Investitionen negativ mit den langfristigen Zinsen korrelieren, steigen die Investitionen und erhöhen den Preisdruck statt umgekehrt.

<sup>73</sup> In den siebziger Jahre erwies es sich aufgrund hoher Inflationsraten, resultierender negativer Realzinsen und der Aufhebung der Kreditplafondierung für die Bank of England aber trotzdem als unmöglich, über die kurzfristigen Zinsen die Kreditnachfrage zu steuern, vgl. BEQB (August 1987), S. 367 und Kapitel F.II.2.

<sup>74</sup> Kurzfristig bis zu einem Jahr (in Italien bis zu achtzehn Monaten).

<sup>75</sup> Für Frankreich und Italien enge Definition der Haushalte, das heißt unter Ausschluß von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit.

<sup>76</sup> Vgl. Miles (1994), S. 38-44. Ein ausführlicher, quantitativer Vergleich der Effekte geldpolitischer Maßnahmen in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland erfolgt in Kapitel D.V.



z.B. 1979 und 1987 die Leitzinsen unmittelbar vor der Wahl trotz steigender Inflationsraten gesenkt, nur um nach der Wahl sofort wieder erhöht zu werden.<sup>77</sup>

Tabelle D.5: Anpassungsfähigkeit der Kreditzinssätze nach Sektoren in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland 1993 (in %)

	Haushalte		Unternehmen	
	kurzfristig/ variabel	fest	kurzfristig/ variabel	fest
<b>Großbritannien</b>	90	10	48	52
<b>Frankreich</b>	13	87	56	44
<b>Italien</b>	59	41	77	23
<b>Deutschland</b>	36	64	40	60

Quelle: Borio (1995), S. 86, Tabelle 14.

Kennzeichnend für den Haushaltssektor ist in diesem Zusammenhang ein sehr hoher Verschuldungsgrad.<sup>78</sup> Die Hypothekenverschuldung beläuft sich in Großbritannien auf 57% des Bruttoinlandprodukts, der vergleichbare Wert der EU liegt bei nur 33%.<sup>79</sup> Ursache hierfür sind Immobilienkredite, die im Zuge des politisch geförderten Erwerbs von Wohneigentum<sup>80</sup> und der Liberalisierung des Finanzsektors in den achtziger Jahren aufgenommen wurden. Durch die ausgeprägte Verschuldung der Privathaushalte und deren hohen Immobilienbesitz ergab sich seit Mitte der achtziger Jahre ein besonderer Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über den Immobilienmarkt. So ließ eine expansive Geldpolitik seit 1987 die Immobilienpreise stark steigen. Dies führte zu einer Zunahme des Vermögens der Haushalte, was eine Erhöhung der Konsumausgaben begünstigte. Finanziert wurden diese Ausdehnung der Ausgaben über eine höhere Beleihung der Immobilien. Diese Verwendung von Hypothekenkrediten zur Finanzierung von Konsumausgaben, als „equity withdrawal“ bezeichnet, verstärkte den expansiven Effekt einer geldpolitischen Lockerung. Als zu Beginn der neunziger Jahre der Immobilienboom im Zuge einer restriktiveren Geldpolitik zu Ende ging, führte der Rückgang der Haus- und Grundstückspreise dazu, daß bei vielen Haushalten die Belastung durch Kredite den aktuellen Wert der Immobilie überstieg („negative equity“). Aufgrund dieser Überschuldung einer Großzahl von Haushalten kam es zu einem Rückgang des privaten Konsums, wodurch die restriktive Wirkung der Geldpolitik über den Immobilienmarkt verstärkt wurde.<sup>81</sup>

<sup>77</sup> Vgl. Nölling, P. (1997), S. 130-132.

<sup>78</sup> 1993 machten die Verbindlichkeiten des privaten Haushaltssektors 59% des Gesamtkreditvolumens in Großbritannien aus, der Anteil des Unternehmenssektors belief sich auf nur 41%, ein im internationalen Vergleich sehr ungewöhnliches Verhältnis. Vgl. Borio (1995), S. 69f.

<sup>79</sup> Vgl. FAZ vom 29.10.1997, Nr. 251, S. 18.

<sup>80</sup> Für eine ausführliche Darstellung dieser Politik vergleiche Nölling, P. (1997), S. 114-128 und Thatcher (1993), S. 599-606.

<sup>81</sup> Vgl. Cutler (1995), S. 266f.



Auf der Gegenseite (siehe Tabelle D.12) verfügen die britischen Haushalte im internationalen Vergleich über ein leicht überdurchschnittliches Nettovermögen mit rund 530% des jährlich verfügbaren Einkommens. Dabei hat das Finanzvermögen im Vergleich zum Realvermögen in Großbritannien ein höheres Gewicht als in den meisten kontinentaleuropäischen Staaten. Der Einstufung Großbritanniens als marktorientiertes Finanzsystem entsprechend spielen Spareinlagen bei Banken in Großbritannien eine geringere Rolle als in anderen Ländern.<sup>82</sup> Ein besonderes Gewicht hat dagegen die Aktien- und die Kapitalmarktanlage,<sup>83</sup> wobei diese überwiegend indirekt über pension funds und unit trusts erfolgt. Dementsprechend weisen in der Tabelle D.14 die Versicherungs- und Pensionsansprüche einen außergewöhnlich hohen Wert auf.

#### **4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der britischen Geldpolitik**

Die Ausführungen zeigten, daß den britischen Banken im Finanzsystem eine geringere Bedeutung zukommt als etwa den deutschen Banken, da in Großbritannien ein wesentlich größerer Anteil der Finanzströme zwischen Sparer und Investor unter Ausschaltung der Banken über andere Finanzintermediäre oder direkt über die Geld- und Kapitalmärkte fließt.<sup>84</sup> Infolgedessen ist eine Geldpolitik, die allein den Transmissionskanal über das Bankensystem wählt, in Großbritannien ineffektiver als in der Bundesrepublik. Die britische Geldpolitik muß deshalb die sonstigen Finanzintermediäre beachten und eine Steuerung über die Geld- und Kapitalmärkte anstreben.

Als ein institutioneller Nachteil der britischen Geldpolitik wurde die aufgrund der Zwischenschaltung der Diskonthäuser fehlende, direkte Marktverbindung der Bank of England zu den Geschäftsbanken genannt. Dem wirkt die Bank of England über informelle Treffen und durch enge Kontakte zu den Bankenverbänden entgegen. Zudem erweiterte die Bank of England in den letzten Jahren ihr geldpolitisches Instrumentarium. So führte sie z.B. Wertpapierpensionsgeschäfte auf Staatsanleihen ein, die sie nun auch direkt mit den Geschäftsbanken abwickelt.<sup>85</sup>

Eine weitere Besonderheit ist der quantitativ unbeschränkte Zugang der Diskonthäuser zu Notenbankkrediten.<sup>86</sup> Dies verhindert eine effektive Kontrolle der Geldbasis durch die Bank of England, wodurch insbesondere eine geldmengenorientierte Strategie erschwert wurde und wird.

Eine dritte Besonderheit ist die Vielzahl von Märkten, auf denen Geld gehandelt wird. Dies bietet zwar den Banken und Nichtbanken den Vorteil, zahlreiche Möglichkeiten

<sup>82</sup> Vgl. Kneeshaw (1995), S. 12.

<sup>83</sup> Durch die Bedeutung, die die Anlage in Aktien und in Unternehmensanleihen spielt, erhält die Geldnachfragefunktion in Großbritannien ein zusätzlich destabilisierend wirkendes Risikoelement, vgl. Arestis et al. (1993), S. 32f.

<sup>84</sup> Vgl. Schröder (1994), S. 364-368.

<sup>85</sup> Vgl. Financial Times vom 02.01.1996, S. 13 und siehe Kapitel E.II.2.2.

<sup>86</sup> Einzige Beschränkung ist eine ausreichende Verfügbarkeit von Wertpapieren, die zum Ankauf durch die Bank of England zugelassen sind.

zu haben, um an sogenannte „second-line reserves“<sup>87</sup> zu kommen, andererseits stellen diese ein erhebliches Problem für die Durchführung der Geldpolitik dar. Der Grund liegt darin, daß die Bank of England dadurch nicht in der Lage ist, den Bestand der Bankreserven wirkungsvoll zu kontrollieren, da diese marktendogen geschaffen werden können. Kann die Zentralbank aber nicht die Reserven der Banken wirkungsvoll eingrenzen, so kann sie die Kreditvergabe der Finanzinstitute nur noch preislich über das Zinsniveau aber nicht mehr quantitativ steuern. Sie verliert dadurch einen wichtigen kurzfristigen Einflußfaktor auf das Geldmengenwachstum oder das Investitionsvolumen. Am deutlichsten wurde dies im Zeitraum von 1971 bis 1981, als in Großbritannien für Banken eine Mindestreserveverpflichtung in Höhe von 12,5% ihrer eligible liabilities<sup>88</sup> vorlag. Das Problem bestand darin, daß diese Mindestreserve nicht nur in Form von Zentralbankgeld oder -guthaben gehalten werden durfte, sondern auch z.B. in Form von Schatzwechseln, Handelswechseln oder gesichertem Tagesgeld bei Diskonthäusern. Wenn nun eine Bank Tagesgeld an ein Diskonthaus verlieh und dieses dann CDs kaufte, war der Gesamtbestand an mindestreservefähigen Aktiva (reserve assets) gestiegen. Dadurch wurde das Volumen der reserve assets marktendogen und entzog sich der Kontrolle der Bank of England.<sup>89</sup> Die Mindestreservepolitik war somit ineffizient.<sup>90</sup> Eine Alternative wäre die Beschränkung der reserve assets auf Zentralbankgeld gewesen, wie es z.B. in Deutschland der Fall ist. Dies warf in Großbritannien jedoch das Problem auf, daß die lender of last resort-Funktion der Bank of England bis dahin auf den Diskontmarkt beschränkt gewesen war. Im Falle einer großen Liquiditätskrise bestand die Gefahr, daß das Volumen des Diskontmarktes<sup>91</sup> zu gering gewesen wäre, um genügend Liquidität zur Stabilisierung der Finanzmärkte in die Märkte geben zu können. Da die Bank of England deshalb direkt als lender of last resort hätte tätig werden müssen, wären die Diskonthäuser zudem ihrer Hauptfunktion beraubt worden.

Die hervorgehobene Stellung Großbritanniens im internationalen Kapitalverkehr stellt die Geld- und Währungspolitik vor weitere Anforderungen. Die Währungspolitik muß das Vertrauen der internationalen Finanzwelt in das britische Pfund pflegen, das trotz der inzwischen verringerten weltwirtschaftlichen Bedeutung Großbritanniens eine der wichtigsten internationalen Anlagengewährungen ist. Deshalb zeigt die britische Zahlungsbilanz eine besondere Sensibilität.<sup>92</sup> Eine expansive Wirtschaftspolitik führt über Inflationserhöhungen und Leistungsbilanzdefizite zu Abwertungserwartungen, die wiederum massive Kapitalexperte und damit eine weitere Verschlechterung der Zahlungsbilanz und einen deutlichen Rückgang des Außenwertes des Pfundes auslösen

<sup>87</sup> „Second-line reserves“ sind Aktiva, die zwar nicht Geld sind, die aber, da sie sehr leicht in Geld umgewandelt werden können, als geldnah bezeichnet werden und Zentralbankgeld de facto im Reservecharakter gleichkommen. Im Unterschied zu Geld werden sie aber nicht von der Notenbank geschaffen, sondern sind marktendogen. Vgl. Dicks-Mireaux (1983), S. 94.

<sup>88</sup> Eligible liabilities bezeichnen die Verbindlichkeiten der Banken, die von der Bank of England zur Berechnung der Mindestreserve herangezogen werden.

<sup>89</sup> Vgl. Paprotzki (1990), S. 90f.

<sup>90</sup> Hauptfolge der Mindestreservepolitik war, daß sich die Bankenliquidität verstärkt aus privaten statt aus staatlichen Schuldtiteln zusammensetzte, vgl. Dimsdale (1991), S. 115.

<sup>91</sup> Also das Volumen der für die Banken verfügbaren, Bank of England-fähigen Wechsel.

<sup>92</sup> Vgl. auch im folgenden Herr/Spahn (1989), S. 46.

können. Die institutionellen Strukturen Großbritanniens verstärken somit den Zielkonflikt zwischen internem und externem Gleichgewicht.

Für die Geldpolitik stellen die internationalen Finanzmärkte Parallelmärkte dar, die die Bank of England nicht regulieren kann und die die Wirksamkeit ihrer Instrumente gefährden. So weichen die Unternehmen im Falle einer restriktiven Geldpolitik, das heißt einer Begrenzung der Kreditvergabe, auf die leicht zugänglichen internationalen Finanzmärkte aus und decken dort ihren Kreditbedarf. Dieser Ausweichprozeß wird als „disintermediation“ bezeichnet. Die restriktive Geldpolitik wird mittels disintermediation unterlaufen und in ihrer Wirkung stark reduziert.

Es zeigt sich also, daß die institutionellen Besonderheiten des britischen Finanzsystems - die Zwischenschaltung der Diskonthäuser, die frühere Beschränkung der Bank of England auf den Diskontmarkt und die Breite der Parallelmärkte - die Effizienz der Geld- und Währungspolitik in Großbritannien gefährdet haben und immer noch gefährden.

Einen wachsenden Einfluß auf die Wirksamkeit der Geld- und Währungspolitik hatten in den letzten Jahrzehnten zudem Finanzinnovationen. Neben der bereits beschriebenen Entwicklung breiter Parallelmärkte wird darunter die Entwicklung neuer Finanzinstrumente<sup>93</sup> verstanden, zu der es im Zuge der höheren Volatilität der Märkte und des beschriebenen verstärkten Wettbewerbs im Finanzsektor kam. So verursachte der Einstieg der Geschäftsbanken in das Hypothekengeschäft aufgrund der großzügigen Kreditvergabe und des intensiven Wettbewerbs um Einlagen Anfang der achtziger Jahre ein Überschießen der Geldmengenentwicklung über die Geldmengenziele. Finanzinnovationen führten dazu, daß die bis in die siebziger Jahre betriebene Kontrolle des Kreditangebots über eine Steuerung der Bankenliquidität aufgrund der Ausweichmöglichkeiten undurchführbar wurde. Zudem erwiesen sich Änderungen des Zinsniveaus allein als wirkungslos. Eine effiziente Geldpolitik erforderte die Steuerung der Zinsspanne zwischen den kurz- und langfristigen Einlage- und Kreditzinsen, um Einfluß auf die Konsum- und Portfolioentscheidungen der Wirtschaftssubjekte gewinnen zu können. Auch die Bedeutung des Wechselkursinstruments nahm im Zuge einer erhöhten Reagibilität, Mobilität und Volumens der internationalen Kapitalströme und des verstärkten internationalen Wirtschaftszusammenhangs zu.<sup>94</sup> Insgesamt gesehen destabilisierten Finanzinnovationen den Zusammenhang zwischen geldpolitischem Instrumentarium und wirtschaftspolitischen Zielen, so daß die Transmissionsmechanismen und Auswirkungen der Geld- und Währungspolitik schwieriger zu beurteilen waren und eine exakte geldpolitische Steuerung erschwert wurde.<sup>95</sup>

<sup>93</sup> Beispiele sind: Fremdwährungsgeschäfte, Zins- und Währungsswaps und -optionen, forward rate agreements, Geldmarktfonds und andere Derivate. Vgl. BIZ (1986), S. 17-32 und für eine Auflistung Goodhart (1986), S. 91.

<sup>94</sup> So führte die Globalisierung der Märkte dazu, daß die verschieden definierten Geldmengen wesentlich elastischer auf Zins- und Wechselkursänderungen sowie Änderungen der Erwartungen reagierten, da ein höheres Kapitalvolumen im Umlauf war, vgl. BIZ (1986), S. 246-250.

<sup>95</sup> Siehe Kapitel F.II.3.

Die enge internationale Einbindung der britischen Finanzmärkte und die fehlende Teilnahme des Pfundes in einem System fester Wechselkurse erhöhen die Volatilität der britischen Währung. Zusammen mit dem hohen Gewicht des Außenhandels im britischen Wirtschaftsgeschehen ergibt sich daraus ein hoher Einfluß der Geldpolitik über den Wechselkurseffekt.

Von besonderer Bedeutung für die britische Geldpolitik sind die Finanzstrukturen des Privatsektors. Der hohe Anteil der in Form von pension funds und unit trusts gehaltenen Aktien läßt vermuten, daß der Vermögenseffekt in Großbritannien eine größere Rolle spielt als in Kontinentaleuropa. Steigende Aktienkurse, z.B. im Zuge einer expansiven Geldpolitik, erhöhen das Vermögen der Haushalte, die dadurch geneigt sein könnten, ihre Konsumausgaben zu erhöhen.<sup>96</sup> Dies würde die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen. Verstärkt wird dieser Vermögenseffekt noch durch die hypothekengeschützten Immobilienkredite. Steigende Preise für Häuser und Grundstücke erhöhen den Kreditrahmen der Haushalte bei den Banken, so daß über eine Aufnahme neuer Kredite die Konsumausgaben erhöht werden können.

Die hohe Verschuldung der Unternehmen und Haushalte sowie die Dominanz kurzfristiger oder variabel verzinsten Kredite erhöhen in entscheidendem Ausmaß die Zinsensensibilität der britischen Volkswirtschaft. Letzteres Charakteristikum führt dazu, daß von der Notenbank herbeigeführte Zinsänderungen sehr schnell in bestehende und in neue Kreditverträge einwirken. Zusammen mit dem hohen Verschuldungsgrad des Privatsektors bewirkt dies eine extrem hohe Wirksamkeit des Cashflow- oder Einkommenseffekt. Ein steigendes Zinsniveau führt bei Unternehmen und Haushalten rasch und in spürbarem Umfang zu steigenden Zinskosten. Britische Unternehmen und Haushalte werden dadurch stärker als die in anderen Ländern zu einer Einschränkung ihrer Investitions- und Konsumausgaben gezwungen, die Geldpolitik erzielt eine stark restriktive Wirkung.<sup>97</sup>

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die britische Geldpolitik aufgrund der engen, internationalen Einbindung und der Entwicklungstendenzen im Finanzsektor seit Jahrzehnten vor besonderen Anforderungen steht. Zusätzlich zeigte sich, daß die Geldpolitik in Großbritannien aufgrund der hohen Verschuldung des Privatsektors und der Betonung kurzfristiger oder variabel verzinsten Kredite besonders rasche und ausgeprägte Effekte erzielen kann, so daß sie aufgrund der resultierenden hohen Zinsensensitivität im europäischen Vergleich einen sehr hohen Wirkungsgrad besitzt.

<sup>96</sup> Dem steht entgegen, daß die Mehrheit der pension funds der Altersvorsorge dienen, so daß kurzfristige Wertschwankungen aufgrund der Langfristigkeit der Anlageform nur einen geringen Einfluß auf das Ausgabeverhalten haben dürften. Vgl. Paisley (1994), S. 276.

<sup>97</sup> Siehe Kapitel D.V. für einen Vergleich mit Frankreich und Italien.

### **III. Beschreibung des institutionellen Rahmens der französischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen**

#### **1. Darstellung des französischen Bankensystems**

##### **1.1. Kennzeichnung des Geschäftsbankensystems und anderer Finanzintermediäre**

Die Bankgesetze von 1941 und 1945 institutionalisierten in Frankreich ein Trennbankensystem.<sup>98</sup> Im Unterschied zu Großbritannien war die Spezialisierung der Banken daher nicht historisch gewachsen, sondern war rechtlich vorgegeben. Man unterschied drei Arten von Banken: Depositenbanken (*banques de dépôts*), die das kurzfristige Einlagen- und Kreditgeschäft betrieben, Banken für mittel- und langfristige Kredite (*banques de crédit à moyen et long terme*) und Investmentbanken (*banques d'affaires*) mit der Zuständigkeit für das Wertpapiergeschäft. Diese Segmentierung des Bankensystems in Anlehnung an die Fristigkeit des Kreditgeschäfts sollte bei einer einzelnen Bank zu weitgehender Fristenkongruenz von Aktiv- und Passivgeschäft führen, um so Bankzusammenbrüche aufgrund der Risiken der Fristentransformation zu vermeiden. Tatsächlich erwies sich das französische Bankensystem als sehr stabil.<sup>99</sup>

Geldpolitisch bedeutete die Fristenkongruenz von Aktiv- und Passivseite der Bankbilanzen jedoch einen Wirkungsverlust. Da sich dadurch die Zinserträge und -aufwendungen der Banken nach einem geldpolitischen Schritt in ähnlicher Form anpaßten, war der Einfluß der Geldpolitik auf das Geschäftsverhalten der Kreditinstitute geringer als in einem Finanzsystem, in dem die Banken eine Fristentransformation vollzogen.<sup>100</sup>

In den siebziger Jahren wurden jedoch die Mängel des Trennbankensystems verstärkt wahrgenommen. Die Heterogenität des Bankensystems und die ungleichen Wettbewerbsbedingungen aufgrund unterschiedlicher Regulierungen führten dazu, daß der französische Finanzsektor die finanziellen Bedürfnisse der Wirtschaft und die volkswirtschaftliche Kapitalvermittlungsfunktion nur unzureichend erfüllte. Zur Lösung des Problems wurde 1984 ein neues Bankgesetz erlassen, das das Trennbankensystem in ein Universalbankensystem umbauen und so über eine Stärkung des Wettbewerbs die Effizienz des Finanzsystems steigern sollte.<sup>101</sup> Dennoch lassen sich im französischen Bankensystem vier Hauptgruppen unterscheiden: die Geschäftsbanken, die genossenschaftlich organisierten Kreditinstitute, die Sparkassen und sonstige Kreditinstitute (Abbildung D.3).

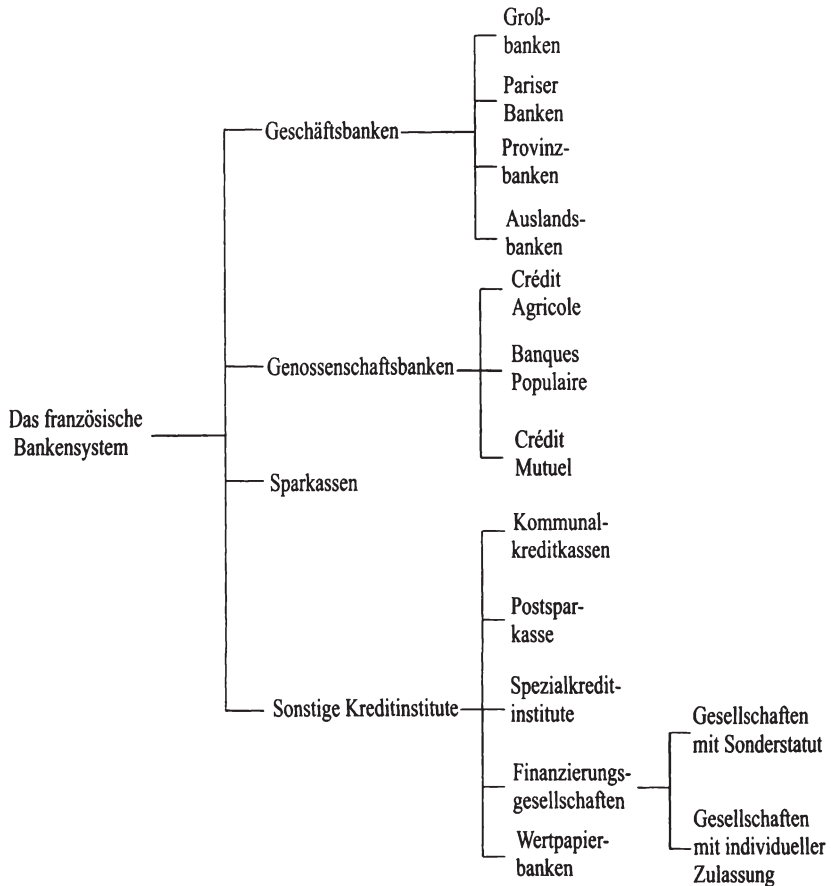
<sup>98</sup> Vgl. Titel II des Bankgesetzes von 1945.

<sup>99</sup> Vgl. Colmant (1990), S. 51.

<sup>100</sup> Vgl. Büschgen (1971), S. 447-450. Allerdings ergaben sich – wie noch gezeigt werden wird – durch die parallele Aufteilung des Bankensystems in überwiegend Einlagen sammelnde und in vorwiegend Kredite vergebende Banken auch gegenteilige Effekte in Frankreich.

<sup>101</sup> Eine ausführliche Beschreibung der Reform des Bankensystems erfolgt im nächsten Abschnitt.

Abbildung D.3: Das französische Bankensystem



Quelle: eigene Darstellung

Zu den Geschäftsbanken zählen als bedeutendste Untergruppe die drei Großbanken Banque Nationale de Paris (BNP), Crédit Lyonnais und Société Générale. Alle drei Institute waren nach dem Zweiten Weltkrieg verstaatlicht worden, Crédit Lyonnais befindet sich noch heute in Staatsbesitz. Der Marktanteil der Geschäftsbanken beträgt gemessen am aggregierten Bilanzvolumen des französischen Bankensektors rund 23%.<sup>102</sup>

<sup>102</sup>Vgl. Gröschel (1991), S. 500.



Als weitere Untergruppen werden die Pariser Banken, die Provinzbanken und die Auslandsbanken<sup>103</sup> unterschieden. Ein bedeutender Teil dieser Banken wurde 1981 von der neuen sozialistischen Regierung verstaatlicht,<sup>104</sup> seit 1986 wurden in einer Umkehrung der Wirtschaftspolitik mehrere dieser Institute, darunter auch die Société Générale und die BNP, wieder reprivatisiert.

Die Haupttätigkeitsfelder der Geschäftsbanken waren lange Zeit das Firmenkundengeschäft und die Vergabe kurzfristiger Kredite. Seit der Liberalisierung des Bankengeschäfts durch das Bankgesetz und die Reformen von 1984 versuchen sie aber relativ erfolgreich, in andere Geschäftsbereiche, insbesondere das Wertpapiergeschäft und die private Wohnbaufinanzierung, vorzudringen. Insbesondere die drei Großbanken haben sich seither zu Universalbanken, die alle Bankdienstleistungen anbieten, entwickelt.<sup>105</sup>

Die Gruppe der genossenschaftlichen Kreditinstitute untergliedert sich in drei Organisationen, die insgesamt einen Marktanteil von über 20% erreichen.<sup>106</sup> Die bedeutendste Organisation ist der Crédit Agricole mit mehr als 5000 Zweigstellen und dem Zentralorgan Caisse National de Crédit Agricole.<sup>107</sup> Sein Ursprung liegt in den ländlich geprägten Gebieten. Bis in die achtziger Jahre besaß er das Monopol auf die Vergabe zinsverbilligter Kredite an die Landwirtschaft.<sup>108</sup> Gegenwärtig wird eine Ausdehnung der Geschäftstätigkeit angestrebt, so wurde z.B. 1996 die Mehrheit an der Investmentbank Banque Indosuez übernommen.<sup>109</sup>

Eine zweite genossenschaftliche Institutsgruppe sind die Banques Populaires. Ihre Kunden sind, ähnlich wie bei den deutschen Volksbanken, vor allem Handwerker und kleinere bis mittlere Unternehmen. Das dritte genossenschaftliche Verbundsystem bilden die Crédits Mutuel, die hauptsächlich im Privatkundengeschäft tätig sind. Ihr vom Staat garantierter Wettbewerbsvorteil besteht dabei in Form des „Livret bleu“, einem Sparbuch, auf dem Anleger mit niedrigem Einkommen bis zu einem Höchstbetrag steuerfrei Zinsen erhalten.<sup>110</sup>

Die Sparkassen (Caisse d'Epargne) bilden neben den genossenschaftlichen Instituten das vierte überregionale Verbundsystem in Frankreich. Seit 1983 sind sie dreistufig gegliedert: die Sparkassen auf lokaler Ebene, regionale Finanzierungsgesellschaften (Société régionale de financement) und das Sparkassenzentralinstitut Centre National

<sup>103</sup> Am bedeutendsten sind italienische und britische Institute.

<sup>104</sup> Ziel war es, durch einen erhöhten staatlichen Einfluß auf die Kreditpolitik der Banken und eine verstärkte Koordination aller im Investitionsprozeß Beteiligten die Unternehmensinvestitionen nach einem in Frankreich ungewohnten Einbruch in den siebziger Jahren wieder auf das gewünschte Niveau zu erhöhen. Vgl. Loriaux (1991), S. 221f.

<sup>105</sup> Vgl. Henrot/Levy-Lang (1990), S. 83.

<sup>106</sup> Vgl. Klein (1998), S. 113.

<sup>107</sup> Vgl. Henrot/Levy-Lang (1990), S. 85. Gemessen an der Bilanzsumme ist der Crédit Agricole die größte Bank Frankreichs.

<sup>108</sup> Vgl. Benusilho (1990), S. 87.

<sup>109</sup> Vgl. Shirreff (1996), S. 40-42.

<sup>110</sup> Vgl. Bruneel (1989), S. 9f.



des Caisses d'Epargne et de Prévoyance (CENCEP) auf nationaler Ebene.<sup>111</sup> 1998 wurde die Umwandlung der Sparkassen in Genossenschaften beschlossen. Das Spitzeninstitut wurde in Caisse Nationale umbenannt. Ziel war es, über eine Klärung der Eigentümerverhältnisse die Aufnahme von Kapital auf den Finanzmärkten zu ermöglichen. Zudem sollte dieser Schritt mögliche Fusionen und Kooperationen mit anderen Finanzgruppen wie etwa den Banques Populaires erleichtern. Schließlich erwartete der französische Finanzminister durch den Verkauf der neu entstandenen Genossenschaftsanteile einen Erlös von mehreren Milliarden Franc.<sup>112</sup>

Die Bedeutung der französischen Sparkassen ist wesentlich geringer als die der deutschen Sparkassen, 1997 lag ihr Marktanteil unter 8%. Ihren Geschäftsschwerpunkt bildet das Livret A, das ähnlich wie das Livret bleu bis zu einem Höchstbetrag steuerfrei Zinsen gewährt. Diese staatliche Begünstigung erlaubte es den Sparkassen, beim Einlagengeschäft einen Marktanteil von nahezu 20% zu erreichen.<sup>113</sup> Die Spareinlagen werden von den Sparkassen an die Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), eine staatliche Bank, weitergeleitet, die diese Mittel in Form von Krediten für den sozialen Wohnungsbau und öffentlichen Krediten an die untere föderale Ebene weitervergift.<sup>114</sup>

Zu den sonstigen Kreditinstituten gehören etwa dreißig Spezialkreditinstitute (Institutions Financières Spécialisées), die nach dem Bankgesetz einen vom Staat im öffentlichen Interesse erteilten Auftrag auf Dauer erfüllen müssen und nur damit zusammenhängende Bankgeschäfte betreiben dürfen.<sup>115</sup> Dies tun sie, indem sie für bestimmte Zwecke wie z.B. Unternehmensinvestitionen, Immobilienerwerb oder Exportgeschäfte Kredite vergeben, die früher im hohen Maße vom Staat subventioniert wurden.<sup>116</sup> Sie refinanzieren sich überwiegend am Interbankenmarkt, über direkte Mittelzuwendungen aus dem Staatshaushalt und zu einem geringen Teil über die Emission von Bankschuldverschreibungen auf dem Kapitalmarkt. Als Beispiele zu nennen sind der Crédit Foncier (für den privaten Wohnungsbau), der Crédit Local de France (für Gemeindekredite) oder der Comptoir des Entrepreneurs, der Kredite an Bauunternehmen vergibt.

Weitere Institute dieser Gruppe sind die Kommunalkreditkassen (Caisses de Crédit Municipal), die die Nachfolge von Pfandleihanstalten antraten und dementsprechend überwiegend im Konsumentenkreditgeschäft tätig sind.<sup>117</sup> Außerdem befindet sich in jedem Postamt eine Postsparkasse, die anders als in Deutschland nicht nur Zahlungsverkehrsdienstleistungen und Einlagenprodukte (unter anderem auch das Livret A)

<sup>111</sup> Vgl. Gröschel (1991), S. 501-503.

<sup>112</sup> Vgl. FAZ vom 01.07.1998, Nr. 149, S. 25.

<sup>113</sup> Vgl. FAZ vom 10.07.1998, Nr. 157, S. 22.

<sup>114</sup> Dieses System der steuerfreien Spareinlagen, die von den Instituten über die CDC an Kommunen weitergeleitet werden müssen, stellt eine den Wettbewerb im Finanzsektor verzerrende Subventionierung der öffentlichen Kreditaufnahme auf lokaler Ebene dar.

<sup>115</sup> Vgl. Benusilho (1990), S. 88, Hernot/Lévy-Lang (1990), S. 87f. und Klein (1998), S. 116.

<sup>116</sup> Geldpolitisch ergab sich aufgrund der massiven Subventionierung eines großen Teils der Kredite eine sehr niedrige Zinsreagibilität der Kreditnachfrage.

<sup>117</sup> Vgl. auch im folgenden Gröschel (1991), S. 501.

anbietet, sondern auch Bausparverträge, Lebensversicherungen und Investmentfonds offeriert. Allerdings ist auch ihnen die Vergabe von Krediten untersagt.

Des weiteren gibt es eine Vielzahl von Finanzierungsgesellschaften, die sich in zwei Gruppen untergliedern. Zum einen die Gesellschaften mit Sonderstatut, die sich oft unter Einfluß des Staates auf die Finanzierung bestimmter Geschäftsarten spezialisiert haben, z.B. Immobilienkreditgesellschaften oder Finanzierungsgesellschaften für Energieeinsparung. Zum anderen die Gruppe der Gesellschaften mit individueller Zulassung. Diese umfaßt vor allem Factoring-, Leasing- und Teilzahlungsinstitute, die häufig zu Handels- oder Industrieunternehmen gehören und der Kauffinanzierung dienen.

Schließlich gibt es die Wertpapierbanken, die, wie ihr Name ausdrückt, hauptsächlich im Effktengeschäft tätig sind. Im Zuge der allgemein dynamischen Entwicklung der Wertpapiermärkte wiesen sie in den letzten Jahren ein besonders starkes Wachstum auf.

Zusammenfassend fällt die starke Heterogenität des französischen Bankensystems vor den Reformen auf. Während sich ein Teil des Bankensektors (die Genossenschaftsbanken, Sparkassen und Postsparkassen) fast ausschließlich mit dem Einsammeln kurzfristiger Einlagen befaßte, vergab der andere Teil der Kreditinstitute fast ausschließlich Kredite.<sup>118</sup> Die erste Gruppe verfügte deshalb beständig über Einlagenüberschüsse und freie Liquidität, während die zweite Gruppe dauerhaft zur Abdeckung des Kreditgeschäfts Liquidität suchte. Aufgrund dieser Strukturierung des Bankenbereichs entwickelte sich in Frankreich frühzeitig ein bedeutender Interbankenmarkt. Auf diesem vergaben die Genossenschaftsbanken und Sparkassen ihre überschüssige Liquidität als Kredite an den liquiditätssuchenden Teil des Finanzsektors. Die zweite wichtige Liquiditätsquelle für die überwiegend kreditvergebenden Banken war die Notenbank. Zum einen sorgte sie für eine grundsätzliche Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld. Zum anderen unterstützte sie in ihrer Funktion als lender of last resort die liquiditätssuchenden Banken, wenn diese z.B. auf dem Interbankenmarkt keine Deckung für ihre Kredite mehr erhielten.

Die beschriebene Zerteilung des Bankensystems und ihre Funktion als letzte Liquiditätsquelle begrenzten in besonderer Weise die geldpolitischen Möglichkeiten der Banque de France. Engpässe bei der auf dem Markt verfügbaren Liquidität oder steigende Zinsen im Zuge einer restriktiven Geldpolitik gefährdeten den dauerhaft Liquidität suchenden Teil des Bankensystems in seiner Existenz, da die Refinanzierung des mittel- bis langfristig gebundenen Aktivgeschäfts unmöglich oder stark verteuert wurde.<sup>119</sup> Diese Gefahr war in Frankreich aufgrund der starken Abhängigkeit der betroffenen Banken von Krediten wesentlich ausgeprägter als in Ländern, in denen alle Banken das Einlagengeschäft betrieben. Aufgrund der Heterogenität des Bankensystems war deshalb eine ausgeprägte Hochzinspolitik oder eine geldmengenorientierte Politik in Frankreich mit großen Gefahren verbunden. Aus diesem Grund dominierte in

<sup>118</sup>Vgl. de Boissieu/Duprat (1990), S. 53.

<sup>119</sup>Vgl. Raymond (1982), S. 109.

Frankreich über Jahrzehnte hinweg eine Geldpolitik der direkten Eingriffe. Der in den achtziger Jahren angestrebte Übergang auf eine Geldpolitik der marktorientierten Zinssteuerung erforderte daher eine grundlegende Reform des Bankensystems. Diese wurde mit dem im folgenden Abschnitt beschriebenen Bankengesetz von 1984 in Angriff genommen.

## **1.2. Die Entwicklung vom verstaatlichten, hochregulierten Sektor zum wettbewerbsfähigen Bankensystem**

Bis Mitte der achtziger Jahre war das französische Bankensystem stark durch staatliche Eingriffe geprägt. Eine sehr hohe Regulierungsdichte, eine große Anzahl staatlicher Lenkungsingriffe und die dominierende Stellung des Staates als Eigentümer der Banken waren Kennzeichen des französischen Finanzsystems. Viele Banken waren verstaatlicht, Privilegien für bestimmte Institutsgruppen bei der Hereinnahme von Einlagen (Passivgeschäft) beziehungsweise bei der Vergabe von Krediten (Aktivgeschäft), dirigistische Zinsfestsetzungen<sup>120</sup> sowie qualitative und quantitative Kreditkontrollen verhinderten einen wirksamen Wettbewerb im Finanzsektor, setzten die Marktkräfte bei der Verteilung der Finanzmittel außer Kraft und führten so zur Fehlallokation von Ressourcen.<sup>121</sup>

Der Staat nutzte dabei den Finanzsektor bevorzugt als Instrument zur Umsetzung wirtschaftspolitischer Ziele, insbesondere im Bereich der Industriepolitik, z.B. durch die Vergabe zinsvergünstigter Kredite im Rahmen der Wohnbauförderung<sup>122</sup> oder als Teil der Strukturpolitik an bestimmte Industriesektoren wie Bergbau und Werften.<sup>123</sup> Diese Instrumentalisierung des Bankwesens für die Wirtschaftspolitik und die sonstigen staatlichen Eingriffe führten dazu, daß sich viele Banken und Kreditinstitute auf einen oder wenige Geschäftsschwerpunkte konzentrierten, so daß ein hoher Grad an Spezialisierung vorlag.<sup>124</sup> Bestimmten Kreditinstituten wurden Vorteile im Passivgeschäft, anderen Banken Vorteile im Aktivgeschäft eingeräumt. Da aufgrund dieser Regelungen eine Gruppe von Instituten sehr passiv und die andere sehr aktiv lastig war, entwickelte sich ein leistungsfähiger Interbankenmarkt.

Dagegen verhinderten die Staatseingriffe einen wirksamen Wettbewerb zwischen den Banken. Trotz der niedrigen Wettbewerbsintensität gehörten französische Banken aber zu den am wenigsten profitablen in Europa.<sup>125</sup> Hierfür ließen sich mehrere Gründe an-

<sup>120</sup>Die Banken legten ihre Kreditzinsen erst nach Rücksprache mit den geldpolitischen Behörden als Aufschläge auf den von der Banque de France bestimmten Tagesgeldsatz fest. Die Zinssätze für mittel- und langfristige Kredite wurden den Spezialkreditinstituten direkt vom Schatzamt (Trésor) vorgegeben. Dieser legte auch die Einlagezinsen der Sparkassen fest. Vgl. Herschel (1985), S. 525 und Wyplosz (1987), S. 95.

<sup>121</sup>Vgl. Herschel (1985), S. 516.

<sup>122</sup>Vgl. Colmant (1990), S. 58f.

<sup>123</sup>Vgl. Disch (1995), S. 23.

<sup>124</sup>Vgl. Bertero (1994), S. 70. Eine erste Lockerung des Trennbankenprinzips erfolgte rechtlich jedoch bereits zwischen 1966 und 1969, als die Unterscheidung zwischen Depositenbanken und Investmentbanken aufgehoben wurde. Vgl. Disch (1995), S. 20 und Plessis (1994), S. 192.

<sup>125</sup>Vgl. Salmon (1996), S. 103.

führen. Zum einen entwickelte sich anstelle des durch staatliche Regulierungen verhinderten Preiswettbewerbs ein Dienstleistungswettbewerb, dessen Hauptmerkmal eine hohe Zweigstellendichte war (siehe Tabelle D.6), was zu einer sehr hohen Fixkostenbelastung bei den Banken führte. Heute im Zuge des wachsenden internationalen Wettbewerbsdrucks notwendige Rationalisierungsmaßnahmen wie Zweigstellenschließungen und Personalabbau können aufgrund des Widerstands der Gewerkschaften häufig nicht umgesetzt werden. Zweiter Grund für die niedrige Profitabilität der französischen Kreditinstitute war der Versuch der sich in Staatsbesitz befindlichen Banken, möglichst niedrige Gewinne auszuweisen, um Dividendenzahlungen an den Staat zu vermeiden. Außerdem standen bei vielen dieser Banken öffentliche Interessen und weniger unternehmerische Ziele im Vordergrund. Ein weiteres Problem der verstaatlichten Banken war deren erhöhte Risikobereitschaft, da sie im Zweifelsfall mit Zuschüssen aus Steuermitteln rechnen konnten.<sup>126</sup>

Tabelle D.6: Zweigstellendichte des Bankensektors 1994

Land	Einwohner je Bankzweigstelle
Großbritannien	5.272
Frankreich	2.212
Italien	2.862
Deutschland	1.832

Quelle: Prati/Schinasi (1997a), S. 44, Tabelle 14.

Aus diesen Gründen kam es seit Mitte der achtziger Jahre zu einer Umkehr in der Wirtschaftspolitik, und man begann mit der Reprivatisierung von Banken. Dieses Programm machte aber nur sehr schleppend Fortschritte, so daß immer noch nicht alle drei Großbanken privatisiert wurden. Zudem durften sich ausländische Investoren anfänglich nicht an den Banken beteiligen, so daß das französische Bankmanagement international abgeschottet blieb. Stattdessen versuchte der Staat, durch Überkreuzbeteiligungen von staatlichen Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen seinen Einfluß zu erhalten.<sup>127</sup>

Für grundlegende Änderungen im französischen Finanzsystem sorgte das neue Bankgesetz von 1984. Zum einen wurde der Gültigkeitsbereich gegenüber dem vorher bestehenden Bankengesetz von 1945 dadurch erweitert, daß es die bisher nur erfaßten Banken mit den bisher nicht betroffenen sonstigen Finanzintermediäre unter dem sehr weit gefaßten Oberbegriff des Kreditinstituts (*établissement de crédit*) zusammenfaßte.

<sup>126</sup>Bestes Beispiel hierfür ist der *Crédit Lyonnais*, der Milliardenverluste bei Spekulationen erzielte und seit mehreren Jahren nur durch jährliche Milliardensubventionen der Regierung vor dem Konkurs gerettet werden kann. Der Versuch, die Bank an eine Auslandsbank zu verkaufen, scheiterte. Vgl. *The Economist* vom 05.07.1997, S. 11f. und S. 75-77, Gapper/Owen (1996), S. 1 und Salmon (1996), S. 104. Ein weiteres Beispiel ist die staatliche Versicherung GAN, die allein 1997 Zuschüsse in Höhe von 24 Milliarden Francs erhielt, vgl. FAZ vom 31.07.1997, Nr. 175, S. 15.

<sup>127</sup>Vgl. Braunberger (1997), S. 30 und de Quillacq (1996), S. 19f.

Demzufolge ist seither ein Unternehmen ein Kreditinstitut, wenn es Einlagen vom Publikum annimmt, Kredite vergibt oder Zahlungssysteme wie Kreditkarten, Reise- oder Bankschecks ausgibt. Alle Kreditinstitute unterliegen den gleichen Bestimmungen,<sup>128</sup> wodurch Wettbewerbsverzerrungen zwischen Banken und sonstigen Finanzintermediären vermieden werden sollen. Ziel des Reformprogramms war es, national und international wettbewerbsfähige Bankstrukturen zu schaffen, Wettbewerbsverzerrungen abzubauen, die Allokation der Kreditmittel zu verbessern und die Voraussetzungen für einen geldpolitischen Konzeptionswandel hin zu einer zinsorientierten Geldmengenzpolitik zu schaffen.<sup>129</sup>

Das neue Bankgesetz erlaubte den Banken eine Ausdehnung ihrer Geschäftstätigkeit über die bisherigen Tätigkeitsfelder hinaus, um so über eine höhere Anbieterzahl in den einzelnen Bankgeschäften eine Wettbewerbsintensivierung zu erreichen. So gewannen z.B. die Großbanken im langfristigen Wohnbaukreditgeschäft mit Privatkunden und im Wertpapiergeschäft Marktanteile. Durch die Gründung von Tochtergesellschaften oder in Zusammenarbeit mit anderen Finanzdienstleistungsunternehmen wurde die Produktpalette stark erweitert (z.B. Versicherungen und Fonds). Auch andere Institutsgruppen dehnten ihre Geschäftstätigkeit aus, so daß es zu einer Universalisierung des Finanzgeschäfts und einer Homogenisierung der verschiedenen Institutsgruppen kam. Entscheidend für eine Intensivierung des Wettbewerbs war die allmähliche Abschaffung der Privilegien bestimmter Banken, z.B. der Abbau von Krediten zu Sonderkonditionen, und der geldpolitische Wechsel von einem System der Kreditplafondierung zu einer Politik der Zinssteuerung.<sup>130</sup> Dadurch kam es zu einer Homogenisierung der bis dahin sehr heterogenen französischen Bankenstruktur.

Insgesamt gesehen kann man das französische Bankensystem heute als ein Universalbankensystem beschreiben, in dem Spezialkreditinstitute immer noch ein hohes Gewicht besitzen. Der Wettbewerb im Bankensektor leidet dabei jedoch weiterhin unter dem hohen staatlichen Einfluß. Im europäischen Vergleich wird das französische Finanzsystem noch als leistungsschwächer als das deutsche oder niederländische Kreditgewerbe eingeschätzt.<sup>131</sup> Weitere Privatisierungen, der rasche Abbau noch bestehenden Staatseingriffe<sup>132</sup> und eine arbeitsrechtliche Erleichterung der Verschlan-  
kung des Finanzgewerbes sind für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und für eine Erhöhung der Ertragsstärke der französischen Banken notwendig. Andernfalls besteht die Gefahr, daß die französischen Institute im durch die Einführung des Euro vollendete Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen<sup>133</sup> nicht als eigenständige Unternehmen bestehen werden.

<sup>128</sup> Ausgenommen sind nur die CDC, die Postsparkasse und das Schatzamt.

<sup>129</sup> Vgl. Bruneel (1989), S. 26 und Biacabe (1986), S. 575f.

<sup>130</sup> Siehe Kapitel F.III.5.

<sup>131</sup> Vgl. de Quillacq (1997), S. 21f.

<sup>132</sup> Gemeint ist insbesondere die immer noch bestehende Bevorteilung des *Crédit Mutuel*, der Sparkassen und der Postsparkassen im Passivgeschäft durch *Livret bleu* und *Livret A*, die ihnen eine staatlich begünstigte Refinanzierung ermöglicht. Vgl. Hossfeld (1997), S. 37 und Shirreff (1996), S. 42.

<sup>133</sup> Die Einführung des Euro wird über den Wegfall des Währungsrisikos, eine erhöhte Transparenz der Kredit- und Anlagekonditionen, die Herausbildung eines einheitlichen europäischen Finanz-



## 2. Die Entwicklung der französischen Finanzmärkte durch die staatlich gesteuerte Einführung von Finanzinnovationen

### 2.1. Der Übergang von einer Verschuldungswirtschaft zu einem marktorientierten Finanzsystem

Bis zu den Reformen von 1983 konnte das französische Finanzsystem als ein Beispiel für eine Verschuldungswirtschaft (overdraft economy<sup>134</sup>, économie d'endettement) genannt werden. Kennzeichnend hierfür war, daß Unternehmen ihren Finanzbedarf überwiegend durch die Überziehung ihrer Bankkonten deckten.<sup>135</sup> Banken spielten in der französischen Volkswirtschaft (wie auch in den Finanzsystemen Deutschlands und Japans) die entscheidende Rolle als Vermittler zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer. Es dominierte also die indirekte Form der Finanzierung. Zusätzlich refinanzierten sich die französischen Banken fast ausschließlich durch eine Verschuldung bei der Zentralbank,<sup>136</sup> so daß ein doppelstufiges Verschuldungssystem vorlag. Im Gegensatz dazu übernehmen in marktbasierenden Systemen (économie de marchés financiers) wie z.B. in Großbritannien und den USA vorwiegend Kapitalmärkte diese Rolle. Dort decken Unternehmen ihren Finanzbedarf zu einem sehr hohen Anteil direkt über die Finanzmärkte.

Die Geld- und Kapitalmärkte in Frankreich konnten diese Aufgabe jedoch bis zu den Reformen nicht wahrnehmen, da sie voneinander getrennt, mehrfach segmentiert und in vielen Bereichen, z.B. dem Geldmarkt, auf die Banken und den öffentlichen Sektor als Marktteilnehmer beschränkt waren. So führten strikte Regulierungen und Marktbarrieren zu einer Dreiteilung des französischen Finanzmarktes in einen kurzfristigen Geldmarkt (nur für Banken), einen langfristigen Kapitalmarkt und einen Markt für mit Grundrechten gesicherte Kredite. Jedes Segment wurde von einer eigenen Aufsichtsbehörde kontrolliert. Die resultierende mangelnde Laufzeit- und Zinsflexibilität wurde durch die Abschottung nach außen durch Kapitalverkehrskontrollen noch verstärkt.<sup>137</sup>

---

marktes und über die Angleichung rechtlicher Vorschriften zu einer Intensivierung des Wettbewerbs im Finanzdienstleistungssektor führen. Vgl. Prati/Schinasi (1997a), S. 49.

<sup>134</sup> Der Begriff wurde von Hicks eingeführt, vgl. Hicks (1974), S. 51 und 54.

<sup>135</sup> 1981 wurden fast 80% des Außenfinanzierungsbedarfs der Unternehmen über Banken gedeckt. Dagegen war die Selbstfinanzierungsquote im internationalen Vergleich sehr niedrig, was mit niedrigen Unternehmensgewinnen aufgrund einer geringen internationalen Wettbewerbsfähigkeit und hohen Lohn- und Lohnnebenkosten begründet werden konnte. Lag die Quote am gesamten Finanzierungsbedarf in den siebziger Jahren noch bei 70%, sank sie bis 1982 unter 50%. In anderen Ländern lag sie beständig über 80%. Als weitere Kennzeichen einer Verschuldungswirtschaft waren in Frankreich vorzufinden: Die Gewißheit der Geschäftsbanken, sich bei der Banque de France jederzeit refinanzieren zu können, das daraus resultierende, niedrige Niveau der Überschußreserven der Banken und die hohe Rigidität der Nominalzinsen. Vgl. de Boissieu (1990), S. 2, de Boissieu (1993), S. 194 und Herschel (1985), S. 517-524.

<sup>136</sup> So betrug der Anteil der Bankkredite an den Aktiva der Zentralbank 1979 45%, in der Bundesrepublik dagegen nur 17%, obwohl in beiden Volkswirtschaften Banken die zentrale Rolle bei der Kreditvermittlung spielten. In der Bundesrepublik refinanzierten sich die Banken aber zu etwa 30% über Finanzmärkte, wohingegen diese Quelle bei französischen Banken vernachlässigbar war. Vgl. Loriaux (1991), S. 59 und S. 67.

<sup>137</sup> Vgl. Disch (1995), S. 26 und Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 10.

Diese Segmentierung der einzelnen Teilmärkte und die Zugangsbeschränkungen auf wenige Marktakteure verhinderten bereits institutionell eine zinsorientierte Geldpolitik. Zinspolitische Schritte der Banque de France am Geldmarkt, z.B. durch Offenmarktoperationen, übertrugen sich nicht über die Finanzmärkte auf längere Laufzeiten und auf andere Wirtschaftssubjekte als die am Geldmarkt agierenden Gruppen. Dadurch war die notwendige Transmission des geldpolitischen Impulses auf die Realwirtschaft über die Finanzmärkte blockiert.<sup>138</sup>

Die wachstumsorientierte Niedrigzinspolitik und hohe Inflationsraten führten außerdem zu einer negativen Realverzinsung langfristiger Kapitalanlagen. Aufgrund dieser Finanzmarktbedingungen entwickelten die Anleger eine Präferenz für liquide Ersparnisformen,<sup>139</sup> wodurch das langfristige Kapitalangebot auf den Finanzmärkten sehr begrenzt war. Auf Seite der Kapitalnachfrage sicherte sich der Staat zur Deckung der Budgetdefizite und für Spezialkreditinstitute durch privilegierende und diskriminierende Interventionen Wettbewerbsvorteile, so daß private Unternehmen nicht die Möglichkeit zu einer langfristigen Kreditaufnahme am Markt hatten und sich an die Banken wenden mußten.<sup>140</sup>

Ein Hauptziel der Reformen war daher eine Zusammenführung der einzelnen Marktsegmente zur Schaffung eines einheitlichen, alle Laufzeiten umfassenden Finanzmarkts. Über den Abbau von Wettbewerbsverzerrungen und einer Stärkung der Rolle der Märkte bei der Kreditvermittlung sollte die Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte erhöht und eine effizientere Allokation der Finanzmittel erreicht werden, als dies bislang durch das staatlich kontrollierte Bankensystem gelungen war. Aus diesem Grund hob man Mitte der achtziger Jahre die quantitativen und qualitativen Kreditkontrollen sowie die staatliche Subventionierung von Krediten weitestgehend auf. Stattdessen sollte die Vergabe von Krediten verstärkt über die Finanzmärkte zu dort bestimmten Konditionen erfolgen. Man strebte somit eine Entwicklung vom bankenbasierten zum marktorientierten Finanzsystem an. Geldpolitisch sollten dadurch die Voraussetzungen für den Übergang zu einer geldmengenorientierten Zinspolitik geschaffen werden.<sup>141</sup> Außerdem hoffte man nach der Verabschiedung der Einheitlichen Europäischen Akte und der Schaffung des europaweiten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen auf eine Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und eine wachsende Bedeutung des Finanzplatzes Paris im internationalen Finanzgeschäft.<sup>142</sup>

Eine Maßnahme zur Verbesserung der Rahmenbedingungen und zur Erhöhung der Effektivität und der Transparenz der Finanzmärkte war die Einführung eines computergestützten Handelssystems. Es ermöglichte einen kontinuierlichen Handel und die sofortige Ausführung von Aufträgen durch Online-Verbindungen. Über die Vernetzung der Finanzmarktakteure wurden Informationen und Nachrichten über den Handel allgemein und schnell zugänglich. Des weiteren förderte man den Wettbewerb unter

<sup>138</sup>Vgl. Batten et al. (1990), S. 6 und Naouri (1989), S. 211.

<sup>139</sup>Der Anteil liquider Sparformen betrug in den siebziger Jahren rund 75%. Siehe Kapitel D.III.3.

<sup>140</sup>Vgl. Méritz (1991), S. 3f. und Nardozi (1983), S. 18.

<sup>141</sup>Siehe Kapitel F.III.5.

<sup>142</sup>Vgl. Bisignano (1996), S. 8 und Naouri (1989), S. 211.



den Brokern, indem man 1988 eine Deregulierung der Gebühren und Kommissionen durchführte, die Übernahme von Brokerfirmen durch andere Finanzintermediäre erlaubte und die Tätigkeit von Nichtbanken in Bereichen zuließ, die bisher den Banken vorbehalten waren.<sup>143</sup>

Ein besonders wichtiges Element bei der Stärkung der Rolle der Finanzmärkte war die Einführung neuer Finanzinstrumente, die auf diesen Märkten gehandelt werden konnten. Im Gegensatz zu Großbritannien ging in Frankreich die Initiative für Finanzinnovationen hauptsächlich von staatlicher Seite aus.<sup>144</sup> Deswegen spielten neben den bekannten Gründen für Finanzinnovationen - die Umgehung staatlicher Regulierungen, die Handhabung erhöhter Zins- und Wechselkursrisiken und der innovationsfördernde Wettbewerb unter den Finanzintermediären - in Frankreich besondere Gründe eine wichtige Rolle. Insbesondere der von anderen internationalen Finanzzentren, namentlich London, ausgeübte Wettbewerbsdruck erforderte nach Auffassung der französischen Regierung ein Nachziehen des Pariser Marktes. Außerdem machten Finanzierungsbeschränkungen, die insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen sowie Staatskonzerne<sup>145</sup> betrafen, die Einführung spezieller Finanzinstrumente notwendig, die zwar deren Eigenkapitalbasis stärkten, durch den Ausschluß von Stimmrechten aber nicht in die Eigentumsverhältnisse eingriffen.<sup>146</sup>

Eine weitere Maßnahme der Reformen war der Aufbau neuer Finanzmarktsegmente. So wurde 1983 am Aktienmarkt ein neues Segment für Aktien mittelständischer Unternehmen eröffnet, 1985 folgte der Markt für commercial papers, 1986 entstand der Markt für den Handel mit Future-Kontrakten (*marché à terme international de France, MATIF*) und 1987 der Markt für den Handel mit Optionen (*marché des options négociables de Paris, MONEP*).<sup>147</sup> Die resultierende Entwicklung des französischen Geld- und Kapitalmarktes soll wegen ihrer Bedeutung für die Geldpolitik in den nächsten zwei Abschnitten gesondert beschrieben werden.

## 2.2. Der Aufschwung des französischen Geldmarktes

Vor den Reformen der achtziger Jahre bestand in Frankreich nur ein Interbankenmarkt, der aufgrund der bereits erwähnten Spezialisierung der Banken auf Aktiv- be-

<sup>143</sup> Als Ergebnis blieb zwar die Zahl der Brokerfirmen nahezu unverändert, jedoch wurde die Mehrzahl der Broker von den neu entstandenen Universalbanken übernommen. Vgl. de Boissieu (1990), S. 13.

<sup>144</sup> Als Anfangspunkt wird das Monory-Gesetz von 1978 (benannt nach dem damaligen Finanzminister) betrachtet, das steuerliche Anreize für die Geldanlage in Aktien bot und so die Entwicklung des französischen Aktienmarktes fördern wollte. Vgl. Raymond (1992), S. 85. Als Gegenbeispiel einer Finanzinnovation des Privatsektors zur Umgehung staatlicher Finanzregulierungen ist das starke Aufkommen von Geldmarktfonds 1981 zu nennen, als die Indexierung der kurzfristigen Einlagezinsen der Banken an den Geldmarktzinsen verboten wurde. Vgl. de Boissieu (1993), S. 195 und de Boissieu (1986), S. 588.

<sup>145</sup> Aufgrund der angespannten Haushaltslage des Staates konnten z.B. Staatskonzerne keine regulären Kapitalerhöhungen durchführen.

<sup>146</sup> Dabei handelte es sich zum einen um die *titre participatifs*, die stimmrechtslosen Aktien entsprechen. Zum anderen sind die *certificats d'investissement* zu nennen, die Genußscheine ähneln.

<sup>147</sup> Vgl. de Boissieu (1990), S. 7.

ziehungsweise Passivgeschäft notwendig war. Auf ihm handelten Kreditinstitute Zentralbankgeld in Form von Interbankkrediten und geldmarktfähigen Wertpapieren zur Regulierung ihrer Mindestreserveeinlagen bei der Banque de France.<sup>148</sup> Ein Geldmarkt, auf dem sich private Unternehmen hätten kurz- bis mittelfristig verschulden können, existierte nicht, da diesen die Emission von Wertpapieren mit einer Laufzeit von unter sieben Jahren gesetzlich verboten war.<sup>149</sup> Teilnehmer neben Geschäftsbanken waren das Schatzamt, vorwiegend als Emittent kurzfristiger Papiere, die Postsparkasse und die Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) als Anleger der von ihnen hereingenommenen Spareinlagen sowie spezielle Finanzintermediäre. Bei letzteren handelt es sich um die bis heute tätigen „agents des marchés interbancaires“ (AMI), die „maisons de réescompte“ und die „opérateurs principaux du marché“ (OPM), die vorwiegend als Makler zwischen den Banken auftreten.<sup>150</sup> Zu denen am Interbankenmarkt gehandelten Papieren gehörten Schatzwechsel (bons du Trésor négociables), Handelswechsel (effets privés) und bestimmte fungible Bankschuldverschreibungen (billets à ordre négociables).

Im Zuge der Reformen wurde 1985 ein zweites einheitliches Geldmarktsegment eröffnet, auf dem seither Wertpapiere mit einer Laufzeit von unter sieben Jahren gehandelt werden und das, im Gegensatz zum Interbankenmarkt, jedem zugänglich ist.<sup>151</sup> Dadurch wurden zum ersten Mal kurz- und mittelfristige marktfähige Finanzanlagen dem Privatanleger zugänglich.<sup>152</sup> Diese Konkurrenz des Geldmarktes machte ab 1986 eine Liberalisierung der Zinssätze auf Termineinlagen bei Banken notwendig und förderte so den Abbau staatlicher Markteingriffe.

Eine Vielzahl neuer Finanzinstrumente wurde zur Erhöhung der Liquidität und der Reichweite des Marktes eingeführt (siehe Tabelle D.2). Gehandelt wurden nun certificats de dépôts (CDs), von Nichtbanken emittierte billets de trésorerie (die den commercial papers in anderen Ländern entsprechen),<sup>153</sup> marktgerecht verzinst, fungible Schatzwechsel des Staates<sup>154</sup> sowie von Spezialinstituten emittierte Titel (bons des

<sup>148</sup>Vgl. Raymond (1990), S. 28-30.

<sup>149</sup>Vgl. Mélitz (1991), S. 1f. Eine Ausnahme galt für die „entreprises non bancaires admisés au marché monétaire“ (ENBAMM). Dabei handelte es sich im wesentlichen um Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften, staatliche Großunternehmen (Post, Energieversorgung) und Sozial- und Rentenversicherungsträger.

<sup>150</sup>Die OPM bündelten zusätzlich bei den zweimal wöchentlich durchgeführten Wertpapierpensionsgeschäften die Gebote der einzelnen Banken und leiteten diese an die Banque de France weiter. Insofern hatten sie eine gewisse Ähnlichkeit mit den britischen Diskonthäusern. Vgl. Borio (1997a), S. 49, Fußnote 65.

<sup>151</sup>Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 34f.

<sup>152</sup>Vor den Reformen war für Wertpapiere, die dem privaten Publikum angeboten wurden, ebenfalls eine Mindestlaufzeit von sieben Jahren vorgeschrieben gewesen. Vgl. Mélitz (1990), S. 397.

<sup>153</sup>Generell reduziert ein Markt für private, nicht von Banken emittierte Schuldtitel die Wirksamkeit der Geldpolitik, da die Zentralbank auf diesem Markt keinen direkten Einfluß hat. In Frankreich institutionalisierte die Eröffnung eines Marktes für commercial papers jedoch nur die Praxis direkter Kreditgeschäfte zwischen den Unternehmen, die diese zur Umgehung der Kreditgrenzen in den siebziger Jahren bereits praktiziert hatten. Vgl. de Boissieu (1990), S. 4 und de Boissieu/Duprat (1990), S. 56.

<sup>154</sup>Es gibt drei Varianten: Abgezinst (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté, BTF), festverzinsliche (bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels, BTAN) und, allerdings nur von

institutions et sociétés financières).<sup>155</sup> Zusätzlich führte Frankreich als erstes Land in Europa 1987 einen Repo-Markt ein, der sich rasch entwickelte.<sup>156</sup>

Bereits seit 1981 setzte die dynamische Entwicklung der Investmentfonds (organisme de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM<sup>157</sup>) in Frankreich ein. Vor allem die Geldmarktfonds in Form von SICAVs erfreuen sich seither bei den Anlegern großer Beliebtheit, da die konkurrierenden Sichteinlagen aufgrund des gesetzlichen Verbots nicht verzinst werden dürfen. Mit einem Anteil von rund einem Drittel am gesamteuropäischen Fondsgeschäft nimmt Frankreich in diesem Bereich die Spitzenposition ein.<sup>158</sup> Fonds halten inzwischen rund 40% aller Geldmarktpapiere, so daß es ihnen im wesentlichen zuzuschreiben ist, daß der französische Geldmarkt heute dem Umsatz nach der größte in Europa ist.<sup>159</sup>

Diese Stärkung des Geldmarktes hatte auch für die Geldpolitik große Bedeutung. Sie ermöglichte eine verstärkte Refinanzierung der Banken über die Finanzmärkte, so daß das Diskontieren von Krediten bei der Banque de France, das zuvor dominant war, an Gewicht verlor und die Abhängigkeit der Kreditinstitute von der Zentralbank sank.<sup>160</sup> Dies bedeutete allerdings gleichzeitig einen geringeren direkten Einfluß der Banque de France auf das Bankwesen und die Zinsbildung. Dennoch stand der Interbankenmarkt seit den Reformen stets im Zentrum der geldpolitischen Maßnahmen der Banque de France.<sup>161</sup>

### 2.3. Die wachsende Bedeutung des französischen Kapitalmarktes

Auf dem französischen Kapitalmarkt werden Wertpapiere mit einer Laufzeit ab sieben Jahren gehandelt. Bis in die achtziger Jahre waren große öffentliche Unternehmen und die Spezialkreditinstitute wie Crédit Foncier oder Crédit National, die sich durch die Ausgabe langfristiger Anleihen refinanzierten, die marktbeherrschenden Akteure. Die Geschäftsbanken, die sich überwiegend über die Zentralbank oder den Interbankenmarkt refinanzierten, spielten eine nur sehr untergeordnete Rolle. Vor den Reformen

---

Finanzdienstleistungsunternehmen erwerbbare, variabel verzinst (bons du Trésor à taux variable) Papiere. Vgl. Raymond (1990), S. 34f.

<sup>155</sup> Vgl. Biacabe (1986), S. 582f.

<sup>156</sup> Vgl. Achour et al. (1997), S. 454 und Prati/Schinasi (1997b), S. 44. Eine tabellarische Übersicht bieten z.B. Disch (1995), S. 30, Schaubild 1 und Banque de France (1996), S. 266.

<sup>157</sup> Die OPCVM unterteilen sich in drei Gruppen:

- die sociétés d'investissement à capitale variable, SICAVs: offene Fonds in der Rechtsform der Aktiengesellschaft mit variablen Kapital, die es bereits seit 1963 gab
- die sociétés d'investissement à capitale fixe, SICAF: geschlossene Fonds
- die fonds commun de placement, FCP: offene Fonds mit getrenntem Sondervermögen (diese entsprechen der in Deutschland am weitesten verbreiteten Art).

<sup>158</sup> Großbritannien hat einen Anteil von 11%, Deutschland von gut 8%. Vgl. Huemer (1997), S. 690, Tabelle 1.

<sup>159</sup> Vgl. Dorfs (1997b), S. 19.

<sup>160</sup> Gleichzeitig war die Entwicklung eines umsatzstarken Geldmarkts jedoch für die Geschäftsbanken mit dem Verlust des kurzfristigen Einlagen- und Kreditgeschäfts verbunden. Vgl. Schmidt/Hackethal/Tyrell (1997), S. 23-28.

<sup>161</sup> Zu den Instrumenten und der Vorgehensweise der Banque de France siehe Kapitel E.III.

erlangten Bankschuldverschreibungen allein über einen Ausschluß der über sie refinanzierten Kredite von der Kreditplafondierung Bedeutung.<sup>162</sup> Auf der anderen Seite gehören Kreditinstitute, insbesondere die CDC, zu den bedeutendsten Anlegern am Kapitalmarkt. Weitere wichtige Investoren sind Versicherungen und Fonds (OPCVM).<sup>163</sup>

Ein im Zuge der Politik des „Franc fort“ erfolgter Konzeptionswandel hin zu Geldmengenzielen<sup>164</sup> verbot eine weitere monetäre Finanzierung der Staatsverschuldung durch Zentralbankgeldschöpfung, so daß seit 1983 neue, attraktive Staatstitel entwickelt werden mußten.<sup>165</sup> Seit den Reformen gibt es daher im wesentlichen zwei Arten von langfristigen Staatsanleihen: die obligations assimilables du Trésor (OAT) mit Laufzeiten bis zu 30 Jahren und die obligations renouvelables du Trésor (ORT). Ähnlich wie bei Bundesanleihen wird bei den OAT die jeweilige Serie mehrfach mit dem gleichen Kupon aufgestockt, die Anpassung der Effektivverzinsung erfolgt über den Ausgabekurs (Assimilationsverfahren). Dadurch wird ihre Liquidität im Sekundärmarkt erhöht. Die französischen OATs sind heute nach den US-Treasury-Bonds die liquidesten langfristigen Wertpapiere der Welt.<sup>166</sup> Die ORT, die zumeist eine Laufzeit von sechs Jahren besitzen, sind im Gegensatz zu den OAT Aufzinsungspapiere, das heißt Zins und Tilgung werden erst bei Fälligkeit bezahlt. Ihr Name beruht auf der Besonderheit, daß sie zusammen mit dem aufgelaufenen Zins nach drei Jahren in neue ORT gewandelt werden können.<sup>167</sup> Zusätzlich werden vom französischen Schatzamt im mittelfristigen Bereich mit Laufzeiten von zwei oder fünf Jahren festverzinsliche Obligationen (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel, BTAN) emittiert.

Zusätzlich wurden Ende der siebziger Jahre indizierte Anleihen mit an bestimmten Preisindizes gekoppelten Zins- und Tilgungszahlungen emittiert, die dem Anleger Schutz vor Inflation boten.<sup>168</sup> Hintergrund dieser Produkteinführung war, daß eine Finanzierung der stark steigenden Budgetdefizite über die Kapitalmärkte bei gleichzeitigem Vorliegen sehr hoher Inflationsraten nur bei Absicherung des Anlegers möglich war.<sup>169</sup> Im Zuge der Konkurrenz der Finanzplätze Paris, London und Frankfurt um die Vormachtstellung in der EWU begab die französische Regierung im Herbst 1998 außerdem zum ersten Mal seit mehreren Jahren wieder eine indizierte Staatsanleihe, um so die Produktvielfalt und die Attraktivität der französischen Finanzmärkte zu erhöhen.<sup>170</sup>

Daneben gibt es die bereits erwähnten Schatzanweisungen (bons du Trésor négociables), die mit entsprechend längerer Laufzeit auf dem Kapitalmarkt emittiert werden.

---

<sup>162</sup> Siehe Kapitel F.III.4.

<sup>163</sup> Vgl. Disch (1995), S. 32-35.

<sup>164</sup> Siehe Kapitel F.III.5.

<sup>165</sup> Vgl. de Boissieu (1993), S. 196f., Dooley/Spinelli (1989), S. 113f. und Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 58-62.

<sup>166</sup> Vgl. Dorfs (1997b), S. 19.

<sup>167</sup> Vgl. Bruneel (1989), S. 6f.

<sup>168</sup> Vgl. Achour et al. (1997), S. 467-471.

<sup>169</sup> Vgl. Dooley/Spinelli (1989), S. 113f.

<sup>170</sup> Vgl. FAZ vom 30.01.1999, Nr. 25, S. 25f.

Die Plazierung dieser Papiere übernehmen besondere Institute, die *spécialistes des valeurs du Trésor* (SVT), die als *primary dealer* tätig sind.<sup>171</sup> Insgesamt kam es zu einem starken Bedeutungszuwachs des Staates auf dem Rentenmarkt.

Als weiteres Teilsegment des Kapitalmarkts ist der sogenannte „*petit marché*“ zu erwähnen, auf dem kleinvolumige Anleiheemissionen ohne die sonst üblichen langwierigen, bürokratischen Überprüfungen ausgegeben werden können. Die zulässige Höchstgrenze wurde zwischenzeitlich verfünffacht, wodurch vor allem mittelständischen Unternehmen der Gang an den Kapitalmarkt erleichtert wurde. Da der Staat und die Banken in diesem Marktsegment nicht tätig sind, stellt es für private Unternehmen den bestmöglichen Zugang zum Kapitalmarkt dar, auf dem sie nicht mehr von großen Emittenten verdrängt werden.

Der Pfandbriefmarkt wurde durch die Gründung eines Spezialinstituts, der *Caisse de Refinancement Hypothécaire*, modernisiert. Dieses Institut nimmt durch die Ausgabe staatlich garantierter Pfandbriefe Mittel auf dem Kapitalmarkt auf, die es an Banken, die in der Immobilienfinanzierung tätig sind, weiterleitet. Auch der Markt für Risikokapital entwickelte sich seit Ende der achtziger Jahre sehr rasch, was die erhöhte Marktreife der französischen Finanzmärkte beweist.<sup>172</sup>

Parallel zu diesen beschriebenen Veränderungen, die das Anlegen und Aufnehmen von Kapital auf den Finanzmärkten sowohl vereinfacht als auch verbilligt haben, wurden steuerliche Anreize für die Anlage von Kapital auf den Finanzmärkten geschaffen. Die wichtigsten Anlegergruppen sind Versicherungen (34%), gefolgt von Fonds (17%), den privaten Haushalten (14%) und den Banken (11%).<sup>173</sup>

## 2.4. Zusammenfassung

Insgesamt gesehen waren die Reformen erfolgreich. Die französischen Finanzmärkte gehören heute zu den größten und innovativsten der Welt. Die Marktkapitalisierung und das Handelsvolumen stiegen rasant. Der Anteil des durch Banken gedeckten Gesamtfinanzierungsbedarfs der Unternehmen sank von knapp 50% in den siebziger Jahren und zu Beginn der achtziger Jahre<sup>174</sup> auf nur noch 28% Anfang der neunziger Jahre. Die Ausgabe von Aktien und Industrieschuldverschreibungen gewann an Bedeutung. Im Ergebnis führten die Reformen zu einer Reduktion der Bedeutung der Banken und zu einer Stärkung der Innen- und Marktfinanzierung bei der Finanzbedarfsdeckung der französischen Unternehmen. Es setzte also wie beabsichtigt eine Entwicklung von einem bankbasierten zu einem marktorientierten Finanzsystem ein. Da Marktzinsen im allgemeinen schneller als Bankkonditionen auf Maßnahmen der Zentralbank reagieren, hat diese Entwicklung die Wirksamkeit der Geldpolitik tendenziell beschleunigt und damit den Time-lag verringert. Trotz der Stärkung der

<sup>171</sup> Vgl. Achour et al. (1997), S. 488-490.

<sup>172</sup> Vgl. Bruneel (1989), S. 8f.

<sup>173</sup> Vgl. Achour et al. (1997), S. 485, Tabelle 13.15.

<sup>174</sup> Diese Quote war im internationalen Vergleich sehr hoch. In den USA und in Großbritannien lag sie z.B. im gleichen Zeitraum bereits bei nur rund 26%. Vgl. Bertero (1994), S. 70-75.

Finanzmärkte verloren die Banken nicht wesentlich an Bedeutung. Durch die Ausdehnung ihrer Geschäftstätigkeit auf Bereiche des Wertpapierhandels und des Investmentbankings paßten sie sich dem Wandel im Finanzsystem an und blieben, allerdings in veränderter Art und Weise, bedeutender Vermittler zwischen Anleger und Kreditnehmer.

Geldpolitisch ermöglichten erst die Reformen durch den Aufbau homogener, leistungsfähiger und nicht mehr durch Staatseingriffe verzerrter Finanzmärkte den Übergang von einer administrativen Kontrolle des monetären Sektors zu einer indirekten marktkonformen Lenkung auf Basis einer zinsorientierten Geldpolitik.<sup>175</sup>

Zusammenfassend betrachtet haben die französischen Finanzmärkte innerhalb der letzten Jahre in großem Maße an Größe und Attraktivität gewonnen, so daß sie heute zu den effizientesten in Europa gehören.

### **3. Die Finanzstrukturen französischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen**

Mit den Finanzreformen änderte sich die Finanzierungsstrukturen der Unternehmen und Haushalte in Frankreich gravierend. Bis Mitte der achtziger Jahre war das französische Finanzsystem stark auf die Banken konzentriert. Dementsprechend deckten die Unternehmen<sup>176</sup> einen Großteil ihres Gesamtfinanzbedarfs bei Banken, wobei es sich überwiegend um langfristige Kredite handelte. Vergeben wurden die Kredite von den Geschäftsbanken und den Spezialkreditinstituten. Viele der Kredite wurden von den Banken wiederum bei der Banque de France rediskontiert.<sup>177</sup> Ein besonderes Merkmal war dabei der sehr hohe Anteil von über 40%, den subventionierte Kredite einnahmen.<sup>178</sup> Da die Nachfrage nach diesen Krediten nicht auf Marktzinsänderungen reagierte, und diese subventionierten Kredite nicht kontingentiert waren, bedeuteten sie eine starke Einschränkung der Wirksamkeit einer zinsorientierten Geldpolitik.

Rund die Hälfte des Finanzierungsbedarfs wurde durch Innenfinanzierung erbracht, eine im internationalen Vergleich niedrige Selbstfinanzierungsquote. Ein Grund hierfür war die sich aus der Subventionierung der Kredite und aus einer hohen Inflationsrate ergebende negative Realverzinsung, die die Kreditaufnahme begünstigte. Eine weitere Ursache war die hohe Zahl kapitalschwacher Familienunternehmen. Auf den Finanzmärkten wurden unter 10% der Finanzmittel besorgt.<sup>179</sup>

Ein Ergebnis der Reformen war eine deutliche Veränderung der Finanzierungsstrukturen der französischen Unternehmen. Der Anteil der Banken bei der Deckung des Gesamtfinanzierungsbedarfs der Unternehmen sank auf knapp über 25%. Insbesondere

<sup>175</sup> Vgl. Disch (1995), S. 35 und Quintyn (1994), S. 5, Fußnote 2.

<sup>176</sup> Unternehmen nehmen rund 60% aller Kredite in Frankreich auf. Vgl. Borio (1995), S. 70.

<sup>177</sup> In Frankreich wurde diese doppelte Verschuldung – die der Unternehmen bei den Banken und die der Banken bei der Zentralbank – als Merkmal der Verschuldungswirtschaft angesehen.

<sup>178</sup> Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 10 und Naouri (1986), S. 211.

<sup>179</sup> Vgl. Betero (1994), S. 71.



re kurzfristige Kredite nehmen die Unternehmen nicht mehr bei den Banken auf, sondern über die Ausgabe von *billets de trésorerie* auf dem Geldmarkt zu günstigeren Konditionen. Es kam somit zu einem Disintermediationsprozeß im kurzfristigen Kreditbereich.<sup>180</sup>

Die Banken spielen fast ausschließlich bei langfristigen Krediten noch eine bedeutende Rolle, wobei in diesem Bereich immer noch die Subventionierung von Investitionskrediten einen Einflußfaktor darstellt. Fast 80% der Unternehmenskredite in Frankreich sind langfristig fällig. Ein Wert, der der deutschen Situation sehr ähnelt, der aber deutlich über dem britischen und italienischen Vergleichswert liegt. Etwas weniger als die Hälfte aller Kredite ist fest verzinst, deutlich weniger als in Deutschland.<sup>181</sup>

Die Verschuldung französischer Unternehmen ist mit unter 70% des BIP im internationalen Vergleich durchschnittlich.<sup>182</sup> Parallel stieg die Bedeutung der Innenfinanzierung seit den Reformen an und ähnelt inzwischen eher der Situation in anderen Ländern.<sup>183</sup>

Auffallend ist die hohe Bedeutung der Ausgabe von Aktien bei der französischen Unternehmensfinanzierung. Mit einem Volumen von über 200% des BIP liegt Frankreich sogar weit vor dem britischen Vergleichswert von 122%.<sup>184</sup> Jedoch sind hierzu gewisse einschränkende Bemerkungen angebracht. So beweist z.B. der mit fast 170% des BIP ebenfalls sehr hohe Anteil von Aktien in den Unternehmensaktiva, daß ein Großteil der ausgegebenen Aktien von anderen Unternehmen gehalten werden. Dieses Phänomen wird durch politisch stark geförderte Überkreuzbeteiligungen erklärt.<sup>185</sup> Lange Zeit war es Ziel der französischen Wirtschaftspolitik, Übernahmen heimischer Firmen durch ausländische Unternehmen mittels einer Verflechtung der französischen Konzerne zu verhindern. Zusätzlich waren gesunde Unternehmen oft politisch gezwungen, durch die Übernahme von Anteilen bei der Sanierung gefährdeter Unternehmen zu helfen. Diese Vermutung wird zusätzlich dadurch gestützt, daß Aktien bei den Haushalten als Anlageform zwar an Bedeutung gewonnen haben, aber nicht in einem entsprechenden Umfang, und daß der jährliche Börsenumsatz in Paris, gemessen als Anteil am BIP, nur etwa halb so hoch ist wie in Großbritannien oder Deutschland.<sup>186</sup> Dies weist darauf hin, daß ein Großteil des Aktienbestandes aus nicht börsennotierten Unternehmensanteilen besteht.<sup>187</sup> Ein weiterer Grund für die hohe Bedeutung der Überkreuzbeteiligungen war ein Anstieg der Realverzinsung in den achtziger Jahren. Dieser resultierte aus der Erhöhung des Zinsniveaus und aus dem Absinken der

<sup>180</sup>Vgl. Betero (1994), S. 75.

<sup>181</sup>Vgl. Artis/Lewis (1993), S. 53 und siehe Tabellen D.4 und D.5.

<sup>182</sup>Siehe Tabelle D.3.

<sup>183</sup>Vgl. de Boissieu (1990), S. 16 und Deutsche Bundesbank (1994), S. 75.

<sup>184</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 26, Tabelle 5.

<sup>185</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 31. Ende 1995 hielten französische Unternehmen 58% aller ausgegebenen Aktien, in Großbritannien lag der Vergleichswert dagegen bei nur 4,1%, vgl. Deutsche Bundesbank (1997), S. 29.

<sup>186</sup>Siehe Tabellen D.11 und D.14.

<sup>187</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 9.



Inflationsrate im Zuge der vermehrt geldwertorientierten Politik des „Franc fort“.<sup>188</sup> Dadurch übertraf der Marktzins die Profitrate vieler Unternehmen, so daß für diese der Kauf von Wertpapieren und Aktien profitabler wurde als das eigentliche Kerngeschäft.

Betrachtet man die Finanzstrukturen der französischen Haushalte, so besitzen diese im internationalen Vergleich einen durchschnittlichen Nettovermögensbestand (siehe Tabelle D.13). Mit einem Verhältnis der Hypothekenkredite zum BIP von 22% und einer Gesamtverschuldung der Haushalte von rund 50% des jährlich verfügbaren Einkommens weist Frankreich auch bei diesen Kriterien im Vergleich zu anderen Staaten einen mittleren bis niedrigen Verschuldungsgrad auf.<sup>189</sup> Dabei liegt der Anteil der festverzinslichen Kredite im Haushaltssektor bei über 90%.<sup>190</sup> Die Zinsbindungsfrist von Immobilienkrediten beläuft sich üblicherweise auf 15 bis 20 Jahre.<sup>191</sup> Französische Immobilienkredite besitzen daher im internationalen Vergleich einen ausgeprägten Festzinscharakter.

Die Haushalte erlangen ihre Immobilienkredite zu 63% von den Banken, zu 19% von der CDC und zu 13% vom Crédit Foncier.<sup>192</sup> Konsumentenkredite machen in Frankreich 6,5% des jährlich verfügbaren Einkommens aus<sup>193</sup> und werden vorwiegend von den Kommunalkreditkassen und Finanzierungsgesellschaften vergeben, die oft zu Unternehmen der Konsumgüterindustrie gehören.

Vor den Finanzreformen bevorzugten die Franzosen aufgrund der Inflationserfahrungen der siebziger Jahre kurzfristige, liquide Sparformen oder Realwerte zur Anlage ihrer Spargelder.<sup>194</sup> Langfristige Kapitalanlagen, etwa in Kapitalmarkt-Wertpapieren, waren aufgrund einer negativen Realverzinsung unbeliebt, gewannen aber mit der Stabilisierung der Inflationsraten in den letzten Jahren und den Finanzmarktreformen langsam an Bedeutung. Traditionell ein hohes Gewicht hatte die Anlage in Realvermögen. Zu Beginn der achtziger Jahre stieg dessen Anteil am Gesamtvermögen der Haushalte aufgrund der fehlenden Wertstabilität von Nominalwerten auf fast 70%.<sup>195</sup> Die in den sechziger Jahren eingeführte Formen des Bausparens (plans d'épargne-logement und comptes d'épargne-logement) sind ein immer noch gebräuchliches Anlageinstrument.<sup>196</sup>

Seit den Finanzreformen stieg der Anteil des Finanzvermögens deutlich an, erreichte aber noch nicht die hohen Werte Großbritanniens. Die steuerlich begünstigten Investmentfonds (OPCVM), insbesondere Geldmarktfonds, sind seither bei den Franzosen

<sup>188</sup>Siehe Kapitel F.III.5.

<sup>189</sup>Vgl. Green (1996), S. 390, Fazio (1991), S. 74 und Tabelle D.13.

<sup>190</sup>Siehe Tabelle D.4.

<sup>191</sup>In Deutschland sind fünf oder zehn Jahre üblich.

<sup>192</sup>Vgl. Lomax (1991), S. 66.

<sup>193</sup>Vgl. Henrot/Levy-Lang (1990), S. 95.

<sup>194</sup>Der Anteil liquider Anlageformen am Gesamtsparvolumen belief sich Mitte der siebziger Jahre auf über 70%, in Deutschland waren es zum Vergleich nur etwa 40%. Vgl. Loriaux (1991), S. 60 und Dooley/Spinelli (1989), S. 113.

<sup>195</sup>Vgl. Raymond (1982), S. 107 und Kneeshaw (1995), S. 10f., Tabelle 3.

<sup>196</sup>Vgl. de Boissieu (1993), S.194.

sehr beliebt.<sup>197</sup> Das gesetzliche Verzinsungsverbot von Sichteinlagen, beziehungsweise Zinsobergrenzen für Termineinlagen machen Bankeinlagen dagegen unattraktiv. Die verstärkte Anlage in Geldmarktpapieren führte dazu, daß das Einkommen und damit das Konsumverhalten der Haushalte heute stärker von Zinsänderungen abhängig ist als noch in den siebziger Jahren.

Sehr stark zugenommen hat die Gewichtung von Aktien im Anlageverhalten der Haushalte. Sie konnten ihren Anteil mehr als verdreifachen, was ein Erfolgsnachweis der Reformen ist.<sup>198</sup> Von Bedeutung sind weiterhin die steuerlich begünstigten Spareinlagen auf dem Livret bleu und Livret A. Lebensversicherungen und Pensionsansprüche gewannen an Gewicht.

Aus dieser Beschreibung wird ersichtlich, daß die Reformen der achtziger Jahre deutliche Auswirkungen auf das Sparverhalten der Haushalte hatten. Der Immobilienanteil sank, wohingegen Fonds, Aktien und Versicherungen an Bedeutung gewannen. Tendenziell führte dies zu einem Anstieg der Zinssensitivität der Haushalte. Ein Mangel ist die immer noch kaum vorhandene Bereitschaft zum Kauf langfristiger Zinstitel, ihr Anteil blieb unter drei Prozent. Des weiteren scheinen in Frankreich die staatlichen Eingriffe bei der Auswahl der Sparanlage, insbesondere in Form steuerlicher Vorschriften, immer noch gravierender zu sein als in den meisten anderen Ländern. Gerade in diesem Bereich wären daher weitere Deregulierungsmaßnahmen notwendig.

Frankreich kann heute aufgrund des Wandels der Finanzierungsgewohnheiten nicht mehr als Verschuldungswirtschaft beschrieben werden. Insbesondere im kurzfristigen Bereich der Kreditaufnahme der Unternehmen gewannen die Geldmärkte an Bedeutung. Dennoch muß die französische Volkswirtschaft immer noch als ein überwiegend bankorientiertes Finanzsystem bezeichnet werden. Es bestehen somit große Ähnlichkeiten zu den Finanzsystemen in den kontinentaleuropäischen Nachbarländern. Da zu vermuten ist, daß sich die zukünftige Geldpolitik der EZB an den Charakteristika einer bankorientierten Volkswirtschaft ausrichten wird, dürften in Frankreich Friktionen, die von strukturellen Unterschieden in den Finanzsystemen verursacht werden, ausbleiben.

#### **4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der französischen Geldpolitik**

Bis in die achtziger Jahre hinein wurden die Möglichkeiten der französischen Geldpolitik, wie gesehen, institutionell durch die Heterogenität des Bankensystems, die hohe Zahl nicht geldpolitisch orientierter Eingriffe des Staates in das Finanzsystem und den mangelhaften Entwicklungsstand der Finanzmärkte eingeschränkt. Die Aufspaltung des Bankensystems in einen vorwiegend Einlagen akkumulierenden Sektor und einen kreditvergebenden Sektor führte dazu, daß eine Hochzinspolitik zur Erreichung des Geldwertstabilitätsziels aufgrund der Gefährdung der kreditvergebenden

<sup>197</sup>Ihr Anteil am Haushaltsvermögen belief sich 1993 auf etwa 7,7%. Vgl. Kneeshaw (1995), S. 10f., Tabelle 3.

<sup>198</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 9.

Institute nur eingeschränkt durchführbar war. Durch die 1984 begonnene Umwandlung des Trennbankensystems in ein Universalbankensystem konnte dieses geldpolitische Hindernis inzwischen weitestgehend beseitigt werden.

Die Festlegung des Zinsniveaus der Kreditinstitute durch das Finanzministerium, die Subventionierung eines Großteils des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens durch die Regierung und die wirtschafts- und strukturpolitisch orientierte Politik der Kreditselektion sind als Beispiele dafür zu nennen, wie die französische Regierung früher in das Finanzsystem eingriff und den geldpolitischen Spielraum der Notenbank entscheidend einschränkte.

Schließlich verhinderten gesetzliche Bestimmungen wie das Emissionsverbot kurzfristiger Schuldtitel für Privatunternehmen, die Teilnahmeschränkung auf wenige Akteure auf dem Geldmarkt oder die Privilegierung der öffentlichen Hand und der Spezialkreditinstitute beim Kapitalmarktzugang die Entwicklung funktionsfähiger Finanzmärkte und damit eine marktorientierte Geldpolitik.

Wie dargestellt, bildeten erst die Finanzreformen der achtziger Jahre die Basis für den Übergang von einer Geldpolitik der direkten Eingriffsinstrumente zu einer Geldpolitik der Steuerung des Zinsniveaus über die Finanzmärkte. Erst die Einführung neuer Finanzinstrumente, die Aufhebung der Segmentierung der Kapitalmärkte und die Erhöhung der Marktliquidität und -transparenz gaben den französischen Finanzmärkten eine Bedeutung, die ihre geldpolitische Nutzung ermöglichte.

Auch bei den Finanzierungsgewohnheiten der Haushalte und Unternehmen führten die Reformen zu deutlichen Verschiebungen, insbesondere im kurzfristigen Laufzeitenbereich. Geldmarktfonds übernahmen die dominierende Rolle der Bankeinlagen im kurzfristigen Anlagebereich der Haushalte. Die französischen Unternehmen decken ihren kurzfristigen Kreditbedarf heute nicht mehr überwiegend durch die Überziehung ihrer Bankkonten, sondern durch die Ausgabe von Geldmarktpapieren. Der Einfluß der Zinspolitik auf den Unternehmenssektor nahm dadurch tendenziell zu. Von der Banque de France herbeigeführte Änderungen der Geldmarktzinsen betreffen die Unternehmen nun direkt. Der geldpolitische Transmissionsmechanismus verläuft nicht mehr über die Banken, die mit ihren aufgrund der geringen Wettbewerbsintensität inflexiblen Kreditzinsen die Wirksamkeit der Geldpolitik stark verringert hatten.

Trotz einer nur durchschnittlich hohen Verschuldung des Unternehmenssektors deuteten die im Verhältnis zum operativen Gewinn hohen Nettozinszahlungen in den achtziger Jahren darauf hin, daß Zinsänderungen in Frankreich vergleichsweise hohe Cashflow-Effekte hatten. Dies verstärkte einerseits die Wirksamkeit der Geldpolitik, erhöhte aber andererseits auch die Anfälligkeit der Unternehmen in Hochzinsphasen, so daß der Spielraum der Notenbank eingeschränkt wurde. Jedoch hat ein deutlicher Anstieg der Unternehmensgewinne im Vergleich zu den achtziger Jahren inzwischen dazu geführt, daß das Zins-Gewinn-Verhältnis deutlich gesunken ist.<sup>199</sup> Ein erneuter Rückgang der Unternehmensgewinne im Zuge einer verschlechterten konjunkturellen

<sup>199</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 32f. und S. 35f.

Entwicklung könnte jedoch die Zinssensibilität der französischen Unternehmen wieder erhöhen.

Zu beachten bei der Beurteilung der Wirksamkeit des Einkommenseffekts in der französischen Geldpolitik ist einerseits der hohe Anteil langfristiger, festverzinslicher Immobilienkredite. Der ausgeprägte Festzinscharakter führt dazu, daß Zinsänderungen vorwiegend Neuverträge betreffen und kaum in bestehende Verträge einwirken. Daher dürfte die Bedeutung negativer Einkommenseffekte einer restriktiven Geldpolitik in Frankreich relativ gering sein.

Andererseits wirken sich Zinsänderungen aufgrund des veränderten Anlageverhaltens auf der Vermögens- und Einkommenseite der Haushalte relativ stark aus. Der seit den Reformen hohe Anteil von Geldmarktfonds erzeugt über die direkte Abhängigkeit der Erträge von Änderungen des kurzfristigen Zinsniveaus durch die Banque de France bedeutende Effekte auf das verfügbare Einkommen. Tendenziell schwächt die hohe Abhängigkeit des verfügbaren Einkommens von Zinsänderungen die Wirksamkeit der Geldpolitik, da höhere Zinsen in einer Phase restriktiver Geldpolitik das verfügbare Einkommen der Haushalte und damit *ceteris paribus* deren Konsum erhöhen, so daß die nachfragesenkende Wirkung geschwächt wird. Dem entgegengerichtet ist der Vermögenseffekt. Der hohe Immobilienanteil und die gestiegene Bedeutung von Aktien im Vermögen der Haushalte bedeuten aufgrund der zumeist negativen Reaktion der Immobilien- und Aktienwerte auf Zinserhöhungen einen Rückgang des Haushaltsvermögens und damit tendenziell einen die restriktive Geldpolitik unterstützenden Rückgang der Konsumnachfrage.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß in Frankreich mit einem durchschnittlichen Wirkungsgrad der Geldpolitik zu rechnen ist. Einerseits reduziert der hohe Anteil langfristiger, festverzinslicher Kredite den Einfluß der Geldpolitik auf die Ausgabenentscheidungen der Unternehmen und Haushalte. Andererseits erhöht die wachsende Bedeutung der Kreditaufnahme der Unternehmen auf den Geldmärkten und das zunehmende Gewicht der Finanzmärkte bei der Anlageentscheidung der Haushalte das Ausmaß und die Geschwindigkeit, mit der geldpolitische Parameteränderungen auf das Verhalten der Wirtschaftssubjekte einwirken.

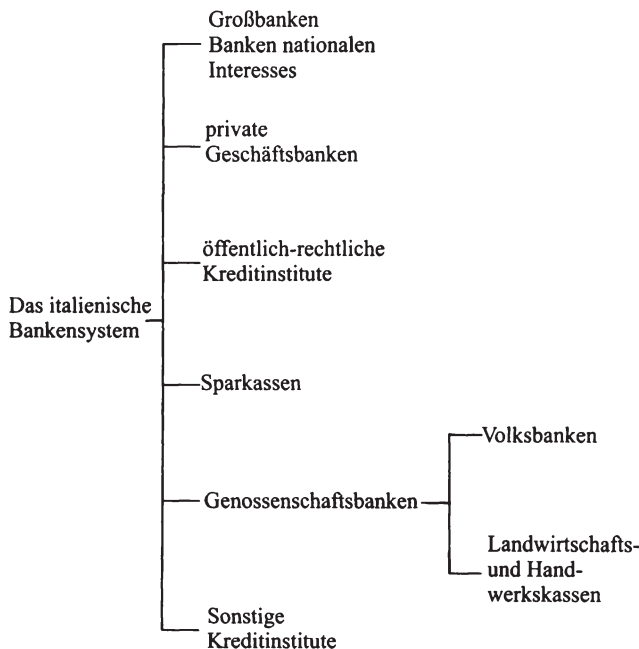
## IV. Beschreibung des institutionellen Rahmens der italienischen Geldpolitik und Analyse der geldpolitischen Auswirkungen

### 1. Darstellung des italienischen Bankensystems

#### 1.1. Beschreibung des Geschäftsbankensystems und anderer Finanzintermediäre

Das italienische Geschäftsbankensystem war bis zu den Reformen in den neunziger Jahren aufgrund gesetzlicher Bestimmungen vom Wesen her ein Trennbankensystem. Darauf basierend lassen sich noch heute folgende Kreditinstitutsgruppen unterscheiden: Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute, Großbanken oder Banken nationalen Interesses, private Geschäftsbanken, Sparkassen und Pfandleihanstalten, Volksbanken, Landwirtschafts- und Handwerkskassen sowie Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute (siehe Abbildung D.4).<sup>200</sup>

Abbildung D.4: Das italienische Bankensystem



Quelle: eigene Darstellung

<sup>200</sup> Vgl. auch im folgenden Klein (1998), S. 273-282, Gröschel (1992), S. 190-193 und Sacchi Moriani (1990), S. 195-214.

Die erste bedeutende Gruppe sind die sechs öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute (Istituti di diritto pubblico),<sup>201</sup> ehemals in der Rechtsform öffentlich-rechtlicher Anstalten, heute in Aktiengesellschaften umgewandelt. Traditionell liegt das Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit aufgrund der früher bestehenden gesetzlichen Beschränkung auf die Vergabe von Krediten mit einer Laufzeit von unter achtzehn Monaten auf dem kurzfristigen Kredit- und Einlagengeschäft. Dort haben sie einen Marktanteil von etwa 16%. Im Zuge der Diversifizierung der Geschäftstätigkeit aufgrund neuer gesetzlicher Bestimmungen haben sie ihre Angebotspalette in den letzten Jahren ausgedehnt, wobei dies durch die Gründung von Tochtergesellschaften innerhalb einer Finanzholding geschah. Insbesondere das Versicherungsgeschäft gewann im Zuge des Allfinanzkonzepts erst in Form von Vertriebskooperationen, dann in Form von Beteiligungen stark an Bedeutung. Zusätzliches Gewicht gewinnt diese Bankengruppe durch das hohe Ausmaß ihrer Beteiligungen an anderen Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen. Ein großes Problem der Institute ist ihre mangelnde Eigenkapitalausstattung. Durch die Umwandlung der Rechtsform in Aktiengesellschaften sollte dieses Problem gelöst werden.

Die zweite Gruppe umfaßt die drei Großbanken (Banche di interesse nazionale) Banca Commerciale Italiana (BCI), Unicredito und Banca di Roma. Alle drei Banken sind Aktiengesellschaften und werden an der Börse notiert, jedoch hielt die staatliche Holding Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) seit den dreißiger Jahren die Mehrheit. Erst in den neunziger Jahren begann die IRI ihre Anteile an der Börse zu veräußern. Diese Großbanken sind im Gegensatz zu vielen anderen Institutsgruppen landesweit tätig. Neben dem kurzfristigen Bankgeschäft sind sie heute stark im Wertpapiergeschäft und im Versicherungsgeschäft engagiert.

Des weiteren gibt es etwa einhundert, meist regional tätige, private Kreditbanken (Banche di credito ordinario), die einen ähnlichen Geschäftsbereich abdecken. Bei Neugründungen ist die Rechtsform der Aktiengesellschaft vorgeschrieben. Sie haben einen Marktanteil von etwa 25%. Zu den größten Banken dieser Gruppe gehören die Banca Nazionale dell'Agricoltura, die Banca di Santo Spirito und das Istituto Bancario Italiano.

Die Sparkassen (Casse di risparmio) nehmen im Passivgeschäft ungefähr 30% des Marktes ein. Sie waren bis zu Beginn der neunziger Jahre Anstalten des öffentlichen Rechts, danach wurden auch sie in Aktiengesellschaften umgewandelt und unterscheiden sich heute nur noch dem Namen nach von den regionalen Kreditbanken.<sup>202</sup> Seit der Sparkassenreform von 1982 haben sie ihre Geschäftstätigkeit ausgedehnt und bieten heute eine ähnliche Dienstleistungspalette wie die Geschäftsbanken an.<sup>203</sup> Eine Besonderheit der Sparkassen ist, daß sie in besonders ausgeprägter Form für das mittel- und langfristige Kreditgeschäft Spezialabteilungen (sezioni di credito speciale) ge-

<sup>201</sup> Dies sind: Banca Nazionale del Lavoro (BNL), Banco di Napoli (diese beiden Institute sind inzwischen fusioniert worden), Istituto Bancario San Paolo di Torino, Monte dei Paschi di Siena, Banco di Sicilia und Banco di Sardegna.

<sup>202</sup> Vgl. Mauri (1995), S. 47.

<sup>203</sup> Vgl. Gröschel (1992), S. 191.



gründet haben, die zwar über eigenes Kapital, aber über keine eigene Rechtspersönlichkeit verfügen. Die größte Sparkasse ist die Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde (Cariplo), die durch die Fusion mit der Banca Ambrosiano Veneto gemessen am Einlagevolumen zu einer der größten Banken Italiens wurde.<sup>204</sup>

Eine weitere Gruppe umfaßt die Volksbanken (*Banche popolari cooperative*), die in Form von Kreditgenossenschaften meist nur regionale Bedeutung haben. Die beiden wichtigsten sind die Banca Popolare di Novara und die Banca Popolare di Milano. Von untergeordneter Bedeutung ist die zweite Gruppe der Kreditgenossenschaften, die Landwirtschafts- und Handwerkskassen (*Casse rurali e artigiane*). Sie dienen vorwiegend der Finanzierung der Landwirtschaft und des Handwerks. Aufgrund gesetzlicher Bestimmungen können sie nur bis zu 25% ihrer Einlagen an Nichtmitglieder ausleihen. Bis Juli 1994 unterlagen sie einem besonderen Mindestreservesystem, das im wesentlichen aus der Hinterlegung von Staatspapieren beim eigenen Zentralinstitut bestand.<sup>205</sup> Im Zuge der Umsetzung der Zweiten Richtlinie zur Koordinierung der Banktätigkeit der EU<sup>206</sup> wurden auch sie der allgemeinen Mindestreservspflicht unterworfen.<sup>207</sup>

Eine immer noch sehr bescheidene Rolle spielen ausländische Banken in Italien, sie erreichen nur einen Marktanteil von etwa 3%. Hauptgrund hierfür war die langwährende Abschottung des italienischen Finanzmarktes vor der internationalen Konkurrenz durch hohe Markteintrittsbarrieren bei der Zulassung durch die Banca d'Italia und durch Kapitalverkehrskontrollen.

Eine sehr große Bedeutung nahmen dagegen die Spezialkreditinstitute und -abteilungen für das langfristige Kreditgeschäft ein.<sup>208</sup> Ihre Sonderrolle beruhte auf der bereits erwähnten gesetzlichen Bestimmung, daß gewöhnliche Kreditinstitute nur Kredite bis zu einer Laufzeit von achtzehn Monaten vergeben durften. Alle längerfristigen Kredite wie z.B. Wohnbau- und Investitionskredite mußten über diese Institute abgewickelt werden. Dafür durften sie im Gegensatz zu den gewöhnlichen Banken keine Spareinlagen oder kurzfristige Termineinlagen von Kunden hereinnehmen, und das Führen von Kontokorrentkonten war ihnen untersagt.<sup>209</sup> Die Refinanzierung der langfristigen Kredite erfolgte zumeist über Wertpapieremissionen am Kapitalmarkt, am Interbankenmarkt oder aus öffentlichen Budgetmitteln. Im Gegensatz zu den restlichen Banken waren sie von der Mindestreservspflicht ausgenommen.

<sup>204</sup>Vgl. Lane, D. (1997), S. 25f.

<sup>205</sup>Vgl. Sacchi Morsiani (1990), S. 207.

<sup>206</sup>EU-Richtlinie Nr. 646 von 1989. Eine ausführliche Darstellung der Bestimmungen der Richtlinie bietet z.B. Klein (1998), S. 30-38.

<sup>207</sup>Vgl. BIEB (February 1993b), S. 44.

<sup>208</sup>Sie sind zum überwiegenden Teil im Besitz der öffentlichen Hand.

<sup>209</sup>Diese Bestimmung, die im Zuge der Bankenkrise während der Weltwirtschaftskrise entstand, verpflichtete die Banken somit zur Fristenkongruenz von Aktiv- und Passivgeschäft und sollte auf diese Weise die Liquiditätsposition einer Bank absichern und Bankenzusammenbrüche vermeiden helfen. Vgl. de Cecco (1993), S. 51 und Ciampi (1987a), S. 73.



Eine besondere Rolle innerhalb dieser Gruppe spielte die Banca di Credito Finanziario,<sup>210</sup> meist als Mediobanca bezeichnet, die lange Zeit als einzige Bank in Italien das Recht hatte, sich an Industrieunternehmen zu beteiligen und so als einzige Merchantbank das Monopol für das Investmentbanking-Geschäft hatte. Seit 1987 können auch andere Banken Merchantbanken (Società di intermediazione finanziaria, SIF) gründen.<sup>211</sup> Jedoch sind die italienischen Merchantbanken nicht mit britischen Häusern vergleichbar, da ihnen das Gesetz einen engeren Rahmen für ihre Geschäftstätigkeit auferlegt. Neben Beratung der Unternehmen und Unterstützung bei Transaktionen zur Beschaffung von Eigen- oder Fremdkapital dürfen italienische Merchantbanken nur zeitlich befristet Aktien oder Schuldverschreibungen von Industrieunternehmen im Zuge von Emissions- und Übernahmengeschäften im Portfolio halten.<sup>212</sup>

Schließlich sind eine Vielzahl von Finanzierungsgesellschaften zu nennen, die das Leasing-, Factoring- und Konsumentenkreditgeschäft betreiben. Sie gehören meist zu Bank- und Versicherungskonzernen, aber auch Industrie- und Handelsunternehmen sind Kapitaleigner. In den letzten Jahren nahm auch das Geschäft der Investment- und Vermögensverwaltungsgesellschaften einen großen Aufschwung.

## 1.2. Reformen und Entwicklungstendenzen im italienischen Finanzsystem

Die früheren Strukturen des italienischen Finanzsystems wiesen eine große Ähnlichkeit zur französischen Bankenstruktur vor den Finanzreformen auf. Es handelte sich ebenfalls um ein Trennbankensystem, in dem der staatliche Einfluß und die Regulierungsdichte sehr hoch waren. So führte das 1936 erlassene gesetzliche Verbot der mittel- und langfristigen Kreditvergabe für gewöhnliche Kreditinstitute zu einer Zweiteilung des Bankwesens in Abhängigkeit von der Fristigkeit der vergebenen Kredite.<sup>213</sup> Zusätzlich war der Marktzugang streng reguliert, die Geschäftstätigkeit vieler Banken war per Gesetz regional begrenzt, und die Kreditvergabe unterlag aufwendigen, administrativen Verfahren. Weiteres Merkmal des staatlichen Einflusses war das hohe Ausmaß der in Staatsbesitz befindlichen Banken; mehr als drei Viertel der Kreditinstitute waren direkt oder indirekt in Staatshand.<sup>214</sup> Schließlich griffen staatliche Stellen in Form von Absprachen mit dem Bankenverband in die Zinsfeststellung der Banken ein, so daß eine marktbestimmte Vergabe der Finanzmittel verhindert wurde. Insgesamt führten die gesetzlichen Rahmenbestimmungen, einschließlich einer außenwirtschaftlichen Abschottung, zu fehlender Wettbewerbsintensität sowie zu ei-

<sup>210</sup>Ein weiteres wichtiges Institut dieser Gruppe ist das Istituto Mobiliare Italiano (IMI).

<sup>211</sup>Vgl. Graf von Pückler (1987), S. 607-610.

<sup>212</sup>Hintergrund dieser Bestimmung sind die Erfahrungen, die Italien in den dreißiger Jahren während der Weltwirtschaftskrise machen mußte. Damals wurden viele Banken nicht durch Runs auf ihre Einlagen zahlungsunfähig, sondern wurden von in Konkurs gegangenen Unternehmen, an denen sie beteiligt waren, in Mitleidenschaft gezogen. Vgl. Sacchi Morsiani (1990), S. 195 und Mauri (1995), S. 44.

<sup>213</sup>Wie in Frankreich verringerte die Fristenkongruenz von Aktiv- und Passivseite der Bankenbilanzen c.p. den Einfluß geldpolitischer Zinsschritte auf das Geschäftsverhalten der Banken. Ein Grund für die langwährende Dominanz administrativer Instrumente und der Mindestreservpolitik in der italienischen Geldpolitik.

<sup>214</sup>Vgl. Scamacci (1994), S.938.

ner geringen Leistungsfähigkeit und Innovationskraft des Finanzsystems. Verstärkt wurden diese Effekte noch durch die starke Zersplitterung des italienischen Bankwesens in kleine, oft nur regional tätige Banken. Dadurch kam es zu einer Aufteilung des Kreditangebots, das insbesondere Großfinanzierungen erschwerte und die Transaktionskosten im Finanzsystem erhöhte, zu einer Segmentierung der Märkte und zu einer zu starken Betonung der administrativen Wettbewerbskontrolle.<sup>215</sup>

Wie in Frankreich kam es deshalb auch in Italien zu Reformen. Entscheidender Anstoß für die Neugestaltung des Finanzsystems war die Entwicklung der Finanzmarktintegration und -gesetzgebung der Europäischen Union.<sup>216</sup> Die Rechtsharmonisierung der EU im Bankenbereich und die Verwirklichung des EU-weiten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen erzwangen eine Öffnung des italienischen Finanzsystems und eine Stärkung der im internationalen Vergleich niedrigen Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Banken.

Ein Ziel der Reformen war daher die Aufhebung der Spezialisierung nach Kreditlaufzeit und die Umgestaltung des Trennbankensystems in ein Universalbankensystem in Anlehnung an die Finanzstrukturen anderer Länder. Des weiteren sollte die unzureichende Eigenkapitalbasis der Banken gestärkt und der Staatsanteil gesenkt werden. Zusätzlich sollte über Bankfusionen die Zersplitterung des Bankwesens beseitigt, durch die Realisierung von economies of scale und scope die Profitabilität der Institute erhöht sowie die Finanzkraft und organisatorische Effizienz der Banken gestärkt werden.<sup>217</sup> Schließlich strebte man eine Intensivierung des Wettbewerbs unter den italienischen Finanzdienstleistern an.<sup>218</sup> Letztendlich sollte ein effizientes, privates Bankensystem unter der Führung einer begrenzten Anzahl international bedeutender Großbanken entstehen.<sup>219</sup>

Erste Schritte in diese Richtung waren Lockerungen des im Prinzip bis Anfang der neunziger Jahre gültigen Bankgesetzes von 1936. So wurde Ende der achtziger Jahre allen ordentlichen Kreditinstituten bis zu einer Höhe von 15% ihrer Einlagen die Vergabe langfristiger Kredite gestattet.<sup>220</sup> Wie bereits erwähnt wurde auch das Verbot der Beteiligung von Banken an Industrieunternehmen 1987 gelockert. Kreditinstitute konnten seither Wertpapierbanken oder Merchantbanken als Tochterunternehmen gründen, die im Zuge ihrer Geschäftstätigkeit etwa vor Kapitalerhöhungen oder Firmenübernahmen zeitlich begrenzt Anteile an Industrieunternehmen übernehmen durften. Dennoch besteht bis heute eine strikte Trennung zwischen Finanz- und Nichtfinanzsektor, da Banken keine strategische Beteiligungen im Industriesektor halten

<sup>215</sup>Vgl. de Cecco (1993), S. 53. Ursache für die Dominanz kleiner Banken in Italien war eine Förderung dieser Banken durch die Gesetzgebung in den dreißiger bis fünfziger Jahren zur Vermeidung der Bildung einer oligopolistischen Bankstruktur, von der negative Auswirkungen auf die Finanz- und Kreditmärkte befürchtet worden waren. Vgl. Desario (1995b), S. 102f. und S. 105.

<sup>216</sup>Vgl. Sarcinelli (1996b), S. 14f. und Mauri (1995), S. 45.

<sup>217</sup>Vgl. Lane, D. (1996), S. 27 und Desario (1995a), S. 87.

<sup>218</sup>Vgl. Ciampi (1987a), S. 72.

<sup>219</sup>Vgl. Lane, D. (1995b), S. 25.

<sup>220</sup>Vgl. Klein (1992), S. 94f.

dürfen und Unternehmen, die nicht aus dem Finanzsektor kommen, nur bis zu 15% des Kapitals von Banken übernehmen dürfen.

Eine Maßnahme zur Stärkung der Wettbewerbsintensität war die Aufhebung der bis dahin sehr restriktiv von der Notenbank gehandhabten Genehmigungspflicht für die Eröffnung neuer Geschäftsstellen<sup>221</sup> und die Abschaffung der regionalen Begrenzung der Geschäftstätigkeit von Banken im März 1990. Seit die Eröffnung von Filialen nur noch anzeigepflichtig ist, hat sich die Zahl der Geschäftsstellen und damit der Wettbewerb zwischen den Instituten deutlich erhöht.

Den zweiten großen Reformschritt stellte das nach dem damaligen Finanzminister benannte Amato-Gesetz von 1990 dar. Vor allem durch steuerliche Anreize wollte es eine Umwandlung der öffentlich-rechtlichen Banken und der Sparkassen in Aktiengesellschaften fördern. Durch Kapitalerhöhungen oder Going-Public-Privatisierungen an der Börse sollte dann das Eigenkapital auf europäische Standards erhöht, der Staatsanteil reduziert und die Gewinnorientierung des Bankmanagements erhöht werden.<sup>222</sup> Zudem förderte das Gesetz Fusionen zwischen Banken, so daß aus der Vielzahl kleiner, in ihrer Bedeutung oft regional begrenzter Banken große, nationale Institute entstehen würden, die auch europaweit konkurrenzfähig sein sollten.

Entscheidendes Element des Gesetzes war die Förderung der Bildung von sogenannten polyfunktionalen Bankkonzernen. Durch den Zusammenschluß oder die Übernahme von Finanzdienstleistungsunternehmen aus verschiedenen Bereichen des Bankgeschäfts unter dem Dach einer Finanzholding sollten Bankkonzerne entstehen, die die ganze Palette von Bankdiensten inklusive Versicherungen oder neuer Finanzierungsformen wie Leasing anboten.<sup>223</sup> Dadurch sollte das italienische Finanzsystem in ein Universalbankensystem umgewandelt werden.<sup>224</sup>

Die nächste Stufe der Reformen wurde 1994 erreicht, als das bis dahin gültige Bankgesetz von 1936 und die zu seiner Ergänzung zahlreich erlassenen Zusatzbestimmungen durch ein neues, einheitliches Bankwesengesetz („testo unico“) ersetzt wurden, das sich weitgehend an der Zweiten EU-Richtlinie orientierte. Das neue Bankgesetz sah die Beendigung der Spezialisierung der Banken vor. So wurden alle Kreditvermittler einheitlich als Bank definiert, und ihnen die Geschäftstätigkeit, insbesondere die Kreditvergabe, über alle Laufzeitbereiche gestattet.<sup>225</sup> Dadurch wurde die Segmentie-

---

<sup>221</sup> Vgl. Dini (1990), S. 73.

<sup>222</sup> Vgl. Fazio (1996), S. 174.

<sup>223</sup> Vgl. Dini (1990), S. 72.

<sup>224</sup> Jedoch entsprechen die italienischen Banken dennoch nicht ganz den deutschen Universalbanken, da sie für jede Finanzdienstleistung rechtlich selbständige Tochtergesellschaften gründen müssen, ihnen also gesetzlich die Organisationsstruktur der Finanzholding vorgeschrieben ist. Vgl. Sacchi Morsiani (1990), S. 200.

<sup>225</sup> Da aber bis auf absehbare Zeit der operative Schwerpunkt gemäß der vorherigen Spezialisierung erhalten bleiben wird, werden in Statistiken die bisher als „Bank“ bezeichneten Kreditinstitute als Banken mit kurzfristigen Kundeneinlagen und die bisherigen Sonderkreditinstitute und -abteilungen als Banken mit mittel- und langfristigen Kundeneinlagen bezeichnet. Vgl. Banca d'Italia (1994), S. 82.

rung des italienischen Finanzsystems beendet und die Grundlage für einen intensiveren Wettbewerb gelegt.<sup>226</sup> Zusätzlich wurde die unternehmerische Freiheit der Kreditinstitute dadurch erhöht, daß sich die italienischen Aufsichtsbehörden entsprechend der neuen, europaweiten Regelung mit der Einhaltung bestimmter Kapitalkennzahlen durch die Banken begnügten und nicht mehr wie früher Bankgründungen, Geschäftsstelleneröffnungen, einzelne Bilanzpositionen und Geschäftsarten regulierten.<sup>227</sup>

Bei der Beurteilung der italienischen Reformen des Finanzwesens fällt zum ersten der späte Zeitpunkt auf. Gegenüber Großbritannien oder Frankreich hatte Italien einen Rückstand von über sechs Jahren. Dies weist bereits auf die Verkrustungen im italienischen Bankensystem hin. So wurde zwar die Umwandlung der öffentlich-rechtlichen Banken und der Sparkassen in Aktiengesellschaften umgesetzt, jedoch verlief die Erhöhung der Eigenkapitalquote und die Privatisierung der Institute durch den Gang an die Börse wenig zufriedenstellend. Mehrere Versuche des Staates, verschiedene Banken zu privatisieren, scheiterten am mangelnden Interesse des Publikums, so daß die staatliche Holding IRI oder andere staatliche Banken die Aktienpakete übernehmen mußten und eine Privatisierung nicht erreicht wurde. Ein Grund für das mangelnde Interesse privater Investoren war der Vorbehalt des Staates, mit 51% der Aktien die Kapitalmehrheit und damit die Geschäftsführung der Banken behalten zu wollen. Zusätzlich führten die ersten Privatisierungen an der Börse zu deutlichen Kursverlusten bei den Aktionären, so daß das allgemeine Interesse an der Geldanlage in Aktien schwand.<sup>228</sup> Ein weiterer Grund war die hohe Kostenbelastung italienischer Banken bei sinkenden Margen. Ursache hierfür waren die weiterhin bestehenden, großen Ineffizienzen im italienischen Finanzsystem.<sup>229</sup> Trotz einer der höchsten Zinsspannen in Europa mit über drei Prozentpunkten<sup>230</sup> waren die Kosten, insbesondere die Personalkosten, so hoch, daß italienische Banken unattraktiv für Investoren erschienen.<sup>231</sup>

Trotz einer spürbaren Verschärfung des Wettbewerbs im Zuge der neuen Niederlassungsfreiheit ist die Wettbewerbsintensität im italienischen Finanzsektor niedriger als in anderen Ländern. Vor allem internationale Banken sind trotz der Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen und der Aufhebung von Markteintrittsbarrieren immer noch kaum vertreten, was ihr geringer Marktanteil von 3% beweist.<sup>232</sup>

Der Versuch, durch staatlich geförderte Fusionen das zersplitterte Bankensystem zu strukturieren und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Banken zu erhöhen, scheiterte am Widerstand der Kreditinstitute, die ihre Selbständigkeit nicht

<sup>226</sup> Vgl. Padoa-Schioppa (1997), S. 111.

<sup>227</sup> Vgl. Sarcinelli (1996a), S. 23.

<sup>228</sup> Vgl. Lane, D. (1995a), S. 37 und *The Economist* vom 03.05.1997, S. 78.

<sup>229</sup> Vgl. Handelsblatt vom 04.03.1997, Nr. 44, S. 35.

<sup>230</sup> Vgl. Prati/Schinasi (1997a), S. 46, Tabelle 16.

<sup>231</sup> Ein weiteres Merkmal der Ineffizienz ist der im internationalen Vergleich schlechte Bankservice. So gehören die Laufzeiten im italienischen Zahlungsverkehr zu den längsten in Europa, moderne neue Dienstleistungen werden erst verspätet eingeführt. Vgl. Dini (1990), S. 70 und Ciampi (1992a), S. 172f.

<sup>232</sup> Vgl. Moore, P. (1996), S. 357.

aufgeben wollten, und am Kampf der Politiker um Einflußbereiche.<sup>233</sup> Die größten Fortschritte wurden bei der Schaffung von polyfunktionalen Bankkonzernen erreicht, wo viele Kooperationsverträge in Beteiligungen umgewandelt wurden oder neue Allianzen entstanden.

Deutliche Fortschritte setzten erst seit 1997 durch einige Großfusionen ein. So schloß sich der Credito Italiano mit einer größeren Zahl norditalienischer Sparkassen zur Bank Unicredito zusammen. Kurz darauf fusionierten Sao Paolo di Torino und IMI zur größten Bank Italiens.<sup>234</sup> Diese Zusammenschlüsse von Geschäftsbanken mit Sparkassen und ehemaligen Sonderkreditinstituten weisen darauf hin, daß sich allmählich Finanzkonzerne bilden, die alle Bankdienstleistungen anbieten wollen.

Zusammenfassend betrachtet hat sich das italienische Trennbankensystem in Anlehnung an die Gegebenheiten in anderen europäischen Ländern in ein Universalbankensystem gewandelt, allerdings in der besonderen Variante der polyfunktionalen Bankkonzerne. Einstmals deutliche Trennlinien zwischen den verschiedenen Institutsgruppen verschwammen, es kam zu einer deutlichen Homogenisierung des Bankensystems.

Trotzdem blieben viele Mängel des italienischen Finanzwesens weiter bestehen. Hohe Kosten, geringe Leistungsfähigkeit, niedrige Innovationsraten, verkrustete Eigentumsstrukturen, die Zersplitterung des Bankensystems,<sup>235</sup> hoher staatlicher Einfluß,<sup>236</sup> die immer noch bestehende Trennung von Finanz- und Industriesektor, eine nur schwache internationale Einbindung und eine niedrige internationale Wettbewerbsfähigkeit setzen die Effizienz des italienischen Bankwesens auch heute noch herab.<sup>237</sup> Das Ziel der Schaffung international wettbewerbsfähiger Großbanken wurde bislang verfehlt.

Einerseits ergibt sich dadurch für Italien die Möglichkeit zu besonders hohen Wohlfahrtssteigerungen im Zuge der Vollendung des einheitlichen Finanzmarktes durch die Europäische Währungsunion. Der Einzug internationaler Banken in das italienische Finanzsystem wird die Effizienz des Bankensystems deutlich erhöhen und so für eine bessere Allokation des Produktionsfaktors Kapital sorgen. Andererseits werden die Anpassungskosten aufgrund des verschärften Wettbewerbs in Italien auch besonders hoch sein, da mit der Verdrängung vieler ineffizienter Banken zu rechnen ist.<sup>238</sup> Um dies zu vermeiden, müssen viele italienische Banken ihre Organisationsstruktur verschlanken, Personalkosten einsparen, ihre Eigenkapitalbasis stärken und ihre Produktpalette um moderne Finanzdienstleistungen erweitern. Insbesondere im Investmentbanking-Geschäft mit mittleren und kleinen Unternehmen, die das Rückgrat der ita-

<sup>233</sup> Vgl. Lane, D. (1995b), S. 27f.

<sup>234</sup> Vgl. Betts (1998), S. 20.

<sup>235</sup> Vgl. Moore, P. (1996), S. 356f.

<sup>236</sup> So waren bis 1997 immer noch rund drei Viertel der Banken in Staatsbesitz. Vgl. FAZ vom 02.08.1997, Nr. 177, S. 20, Sarcinelli (1996a), S. 25f. und Dini (1990), S. 70.

<sup>237</sup> Vgl. Fazio (1998b), S. 255, Graham (1998), S. III und Lane, D. (1995b), S. 28.

<sup>238</sup> Vgl. Chick/Dow (1995), S. 301.

lienischen Wirtschaft bilden, müssen italienische Banken noch an Kompetenz gewinnen.<sup>239</sup>

## **2. Die Entwicklung der italienischen Finanzmärkte aufgrund des Innovationsbedarfs des Staates**

### **2.1. Die mangelhafte Funktionsfähigkeit der italienischen Finanzmärkte vor den Reformen**

Lange Zeit mußten die italienischen Finanzmärkte wie das gesamte Finanzsystem als unterentwickelt bezeichnet werden. Typische Merkmale hierfür waren ein eingeschränkter Wettbewerb im Kreditbereich und die dominierende Stellung liquiditätsnaher Anlageformen im Sparverhalten. Trotz dieser Dominanz kurzfristiger Wertpapiere war der Geldmarkt in Italien kaum entwickelt. Ein Grund hierfür war das Fehlen fungibler, handelbarer Wertpapierformen. Der Staat emittierte zwar zur Deckung seiner Budgetdefizite kurzfristige Wertpapiere, jedoch wurden diese aufgrund ihrer nicht marktgerechte Verzinsung kaum gehandelt, was die Entwicklung der Finanzmärkte sehr behinderte.<sup>240</sup>

Geldpolitisch bedeutete das Fehlen entwickelter Finanzmärkte, daß die Banca d'Italia nur sehr bedingt offenmarktpolitische Instrumente einsetzen konnte und vorwiegend auf dem Primärmarkt, das heißt direkt bei der Emission der Wertpapiere, eingreifen mußte. Verschärft wurde diese Situation in Italien noch durch die außergewöhnlich hohe Schuldenneigung des Staates. So war die Banca d'Italia bis 1981 verpflichtet, alle bei der Emissionsversteigerung nicht verkauften Schatzwechsel zu übernehmen und so über eine Ausdehnung der Geldmenge die Staatsfinanzierung zu unter Marktniveau liegenden Zinssätzen zu garantieren. Die Unabhängigkeit der Geldpolitik wurde durch diese Regelung von der Fiskalpolitik entscheidend eingeschränkt.<sup>241</sup>

Die bankorientierte Ausrichtung der Volkswirtschaft fand aufgrund der mangelhaften Entwicklung der Finanzmärkte und der nicht ausreichenden Attraktivität staatlicher Schuldtitel Ausdruck in der überragenden Rolle der Bankeinlagen als Anlageform. Aufgrund ihrer Verzinsung und der negativen Inflationserfahrungen der Anleger dominierten dabei sehr kurzfristige Sichteinlagen. Für die Banca d'Italia bedeutete dies, daß ein Großteil der Sichteinlagen die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes übernahm und nicht als Zahlungsmittel gehalten wurde,<sup>242</sup> so daß das Wachstum selbst enggefaßter Geldmengenaggregate keine Aussage über die zukünftige Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zuließ.<sup>243</sup>

---

<sup>239</sup>Vgl. Fazio (1997), S. 209-212.

<sup>240</sup>Vgl. Quintyn (1994), S. 4.

<sup>241</sup>Vgl. Quintyn (1994), S. 6 und siehe Kapitel F.IV.

<sup>242</sup>Vgl. Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 13.

<sup>243</sup>Die Banca d'Italia mißt deswegen bis heute der Entwicklung von Kreditaggregaten ein besonderes Gewicht bei.



Im Vergleich zu den Sichteinlagen der Banken waren langfristige Anlagen aufgrund ihres hohen Zinsrisikos unattraktiv. Der Kapitalmarkt beschränkte sich daher im wesentlichen auf den Ankauf der Anleihen der Spezialkreditinstitute durch die Geschäftsbanken. Die öffentliche Hand mußte aufgrund des geringen Anlegerinteresses über Jahre die Emission langfristiger, festverzinslicher Anleihen einstellen. Die Bedeutungslosigkeit der Aktienmärkte als weiteres Kennzeichen der Unterentwicklung des Finanzsystems beschränkte außerdem den Zugang von Unternehmen zu Risikokapital.

Zusätzlich waren die italienischen Finanzmärkte durch strenge Kapitalverkehrskontrollen und Markteintrittsbarrieren von den ausländischen Märkten abgeschottet.<sup>244</sup> Die fehlende internationale Einbindung verringerte die Wettbewerbsintensität im Bankensektor und auf den Kapitalmärkten, worunter die Effizienz und Innovationskraft des italienischen Finanzsektors litt.

Der Interbankenmarkt, auf dem Banken seit Beginn der sechziger Jahre Liquidität handeln konnten,<sup>245</sup> war charakterisiert durch veraltete und langwierige Geschäfts- und Abwicklungsmethoden, gliederte sich aufgrund der Heterogenität der Teilnehmer in mehrere Segmente und zeichnete sich durch seine fehlende Übersichtlichkeit und sein mangelndes Geschäftsvolumen aus. So litt er unter der Zweispaltung des Bankensystems, die die Geschäftsbanken zu strukturellen Kreditgebern und die Spezialkreditinstitute zu strukturellen Kreditnehmern machte. Zusätzlich bestanden bis Anfang der achtziger Jahre technische Probleme. So waren Umbuchungen nur mit einer Voranzeige von zwei Tagen möglich, wodurch Liquidität in Engpaßzeiten nicht sofort zugänglich war. Dies verhinderte die Entwicklung eines Interbankenmarktes im eigentlichen Sinne, auf dem ein sehr kurzfristiger Handel mit Liquidität stattgefunden hätte.

Diese Mängel der Finanzmärkte führten dazu, daß Zinsimpulse der Zentralbank nur sehr langsam und unvollständig über die Märkte auf die Volkswirtschaft übertragen wurden. Dadurch war eine indirekte, offenmarktorientierte Geldpolitik nicht durchführbar.<sup>246</sup>

## **2.2. Staatlicher Verschuldungsbedarf und das Ziel des Übergangs auf eine markt-orientierte Geldpolitik als Auslöser von Finanzreformen**

Mit der Öffnung der Schatzwechsel-Versteigerungen für Bieter aus dem Unternehmensbereich und Privatpersonen unternahm man bereits 1975 erste allmähliche Schritte zur Schaffung eines Geldmarktes, der Basis für eine verstärkte Nutzung der

<sup>244</sup> Vgl. Graf von Pückler (1987), S. 607.

<sup>245</sup> Ende 1962 wurde vom Comitato Interministeriale di Credito ed il Risparmio (CICR) jedoch die Bestimmung erlassen, daß die Zinssätze auf dem Interbankenmarkt nicht über die Zinssätze von Schatzwechseln steigen dürften, vgl. Brocci (1989), S. 67. Ziel der Vorschrift war es, die Attraktivität der Schatzwechsel im Vergleich zur Anlage der überschüssigen Bankenliquidität im Interbankenmarkt zu erhalten und so eine zinsgünstige Finanzierung der Budgetdefizite zu garantieren. Dieser staatliche Eingriff stellte aber ein entscheidendes Hindernis für die Entwicklung des Marktes dar. Erst 1970 wurde die Bestimmung wieder aufgehoben.

<sup>246</sup> Vgl. Brocci (1989), S. 66 und siehe Kapitel F.IV.



Offenmarktpolitik durch die Banca d'Italia sein sollte. Hauptziel dieser Maßnahme war jedoch eine Ausdehnung der Käuferseite bei Schatzwechselversteigerungen, da der Bankensektor in den vorangegangenen Jahren nicht mehr in ausreichendem Maße zum Ankauf der Wechsel und damit zur Finanzierung der Budgetdefizite bereit gewesen war.<sup>247</sup> Diese Maßnahme bedeutete einerseits eine spürbare Verringerung der Subventionierung der Haushaltsfinanzierung, da die Banca d'Italia alle nicht gezeichneten Schatzwechsel seither nicht mehr zu vergünstigten Zinssätzen, sondern zu marktgerechten Konditionen aufkaufte. Andererseits erhöhte sich aus rechtlicher Sicht der Einfluß der Finanzpolitik auf die Geldpolitik, da die Banca d'Italia nun offiziell dazu verpflichtet wurde, alle nicht vom Markt aufgenommene Schatzwechsel anzukaufen, was sie zuvor nur „freiwillig“ in Absprache mit dem Schatzamt getan hatte.<sup>248</sup> Problematisch war, daß die nun marktgerecht verzinsten öffentliche Wertpapiere hauptsächlich in Konkurrenz zu den Bankeinlagen traten und außer von Banken kaum gehandelt wurden, so daß sich kein allgemeiner Geldmarkt – etwa dem britischen Beispiel folgend – entwickelte.<sup>249</sup>

Zu Beginn der achtziger Jahre setzte man in Anlehnung an die Beispiele anderer Länder die Reformen graduell mit dem Ziel fort, die Rolle der Finanzmärkte in der Kreditvermittlung zu stärken und die Bedeutung der Banken zurückzuführen.<sup>250</sup> Dadurch sollte der Übergang zu einer indirekten, marktorientierten Geldpolitik ermöglicht werden.<sup>251</sup> Zusätzlich wollte man eine stärkere internationale Einbindung des italienischen Finanzsystems erreichen, um so eine höhere Effizienz bei der Kapitalvermittlung zu erzielen. Gleichzeitig strebte man über den Bedeutungszuwachs der Kapitalmärkte eine Reduzierung der monetären Finanzierung der Staatsverschuldung an, um die Geldpolitik von den Einschränkungen, die sie bis dahin von der Fiskalpolitik erfahren hatte, zu befreien.<sup>252</sup>

Erster Schritt in diese Richtung war 1981 die sogenannte „Scheidung“ von Schatzamt und Banca d'Italia. Dabei wurde die Zentralbank von der Pflicht befreit, bei den Auktionen nicht verkaufte Schatzwechsel übernehmen und damit die Finanzierung der Budgetdefizite durch eine Geldmengenausdehnung garantieren zu müssen. Die „Scheidung“ bedeutete eine Einschränkung des Zugangs der Regierung zu Zentralbankkrediten, so daß die Finanzierung über die Finanzmärkte gestärkt werden mußte. Da aber Besitzer von Staatsanleihen aufgrund sehr hoher Inflationsraten und steigender Zinsen in den siebziger Jahren hohe Kursverluste erlitten hatten, war die Kaufbereitschaft der Anleger bei staatlichen Wertpapieren sehr gering und ihre Liquiditätspräferenz hoch. Eine höhere Transparenz, Liquidität und Effizienz der Finanzmärkte

<sup>247</sup>Vgl. Pagano (1988), S. 135f.

<sup>248</sup>Vgl. Fazio (1995), S. 81.

<sup>249</sup>Dennoch tätigte die Notenbank zur Steuerung der Bankenliquidität von 1976 bis 1979 Outrightgeschäfte in diesem Markt.

<sup>250</sup>Vgl. Ciampi (1990a), S. 61. Eine chronologische Übersicht über die Reformmaßnahmen bietet Passacantando (1996), S. 122-125.

<sup>251</sup>Vgl. Muscatelli/Spinelli (1996b), S. 581.

<sup>252</sup>Vgl. Passacantando (1996), S. 91f., Ciampi (1987b), S. 82 und S. 86, Dini (1990), S. 72 und Vaciago (1989), S. 45.

te und neue Finanzprodukte sollten daher für inländische Anleger und für ausländische Investoren die Anlage von Kapital in italienischen Wertpapieren attraktiver machen. Über die resultierende Erhöhung der Nachfrage nach staatlichen Wertpapieren sollten die Finanzierung der Haushaltsdefizite zu günstigen Konditionen ermöglicht und gleichzeitig positive Auswirkungen auf die Kapitalbilanz erzielt werden.<sup>253</sup>

Grundlage hierfür war die Entwicklung neuer Finanzmärkte und die Stärkung bestehender Märkte durch die Einführung neuer Finanzprodukte und marktgerechterer Verfahren. Ähnlich wie in Frankreich trug die öffentliche Hand daher wesentlich zum Finanzinnovationsprozeß bei.

Die wichtigste Finanzinnovation dieser Reformphase war 1977 die Einführung von variabel verzinsten Schatzamt-Kreditzertifikaten (*certificati di credito del Tesoro*, CCTs) als Anlagealternative zu den bisher emittierten, abdiskontierten Schatzwechseln (*buoni ordinari del Tesoro*, BOTs). In zwei wesentlichen Merkmalen unterschied sich das neue Finanzprodukt. Während BOTs eine Laufzeit zwischen drei und zwölf Monaten hatten, also sehr kurzfristig waren, wurden CCTs mit einer Laufzeit von bis zu zehn Jahren emittiert. Heutzutage dominiert die siebenjährige Laufzeit. Die zweite Neuheit war die Einführung einer variablen Verzinsung.<sup>254</sup> Gegenüber den bis dahin üblichen festverzinslichen Staatsanleihen (*buoni del Tesoro poliennali*, BTPs, oder *certificati del Tesoro con opzione*, CTOs<sup>255</sup>) wurde der Sparer dadurch vom Zinsänderungsrisiko und möglichen Kursverlusten bei ansteigenden Zinsen befreit, wodurch die Attraktivität langfristiger Staatsanleihen gesteigert werden konnte. Ihr Anteil am Vermögen der Haushalte stieg dementsprechend von 2,3% 1980 auf 15% 1985.<sup>256</sup> Aus Sicht der Regierung ermöglichte die variable Verzinsung somit eine Verlängerung der Laufzeit und eine geringere Revolvierungshäufigkeit der Staatsschulden (siehe Tabelle D.7).

Tabelle D.7: Durchschnittliche Laufzeit der italienischen Staatsverschuldung

Jahr	1971-1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Monate	70	43	39	36	30	22	15	15	19	30	41	45

Quelle: Pagano (1988), S. 136, Tabelle 4.1<sup>257</sup>

<sup>253</sup>Vgl. Dooley/Spinelli (1989), S. 107 und BIEB (February 1988), S. 47.

<sup>254</sup>Seit Ende 1981 wurde ein fester Zinsaufschlag auf den Referenzzinssatz der Schatzwechsel festgelegt. Seit 1994 wählte man dafür den Sechsmontatszins, so daß sich Zinsbindungsdauer und Referenzzinssatz entsprechen. Dadurch wurden CCTs vor allem für ausländische Investoren interessanter, und ihr Anteil in diesem Bereich stieg von 3% auf ein Drittel. Vgl. Banca d'Italia (1996b), S. 120, Banca d'Italia (1995), S. 124 und Vergi/Trezzi (1997), S. 866.

<sup>255</sup>Die Besonderheit der CTOs bestand darin, daß sie mit einer Put-Option ausgestattet waren. Diese ermöglichte dem Investor eine vorzeitige Rückgabe der Anleihe nach drei Jahren und verringerte dadurch das Zinsänderungsrisiko. Vgl. Vergi/Trezzi (1997), S. 881.

<sup>256</sup>Vgl. Ciampi (1987b), S. 88.

<sup>257</sup>1998 betrug die durchschnittliche Laufzeit der italienischen Staatsverschuldung etwa 54 Monate. Vgl. BIEB (February 1998b), Figure 47, S. 55.

Der Vorteil dieser Finanzinnovationen für die Geldpolitik bestand darin, daß die Regierung in geringerem Ausmaß auf ihren Kontokorrentkredit (*conto corrente di tesoreria*) bei der Notenbank zurückgreifen mußte, so daß es zu geringeren, fiskalpolitisch bedingten Schwankungen der Basisgeldmenge kam.<sup>258</sup> Ein weiterer Vorteil dieser Entwicklung war, daß der Sekundärmarkt für Staatstitel gegenüber dem Primärmarkt an Bedeutung gewinnen konnte.<sup>259</sup>

Als eine weitere Innovation wurden 1982 erstmals Schatzamt-Kreditzertifikate in ECU (*certificati del Tesoro euroscudi*, CTEs) emittiert, um so den Präferenzen der Anleger nach einer Fremdwährungsanlage zu entsprechen. Zusätzlich wurden 1994 im kurzfristigen Bereich Zerokupon-Zertifikate (*certificati del Tesoro Zero-coupon*, CTZs) mit einer Laufzeit von zwei Jahren als Ergänzung eingeführt, und Schatzwechsel mit einer Laufzeit von einem bis drei Monaten, die zuvor nur von den Banken erworben werden konnten, wurden auch dem Privatpublikum angeboten.<sup>260</sup> Außerdem verschuldete sich die Regierung verstärkt an den Euromärkten in US-Dollar, Yen und D-Mark, um so das inländische Kapitalangebot durch Kapitalimporte zu ergänzen und höhere Zinsen zu vermeiden. Die Innovationen des Schatzamtes im Zuge des Schuldenmanagements müssen aufgrund ihrer hohen Akzeptanz bei den Anlegern als Erfolg gewertet werden (siehe Tabelle D.8).

Tabelle D.8: Zusammensetzung des italienischen Markts für Regierungsanleihen 1995 (in %)

BTP	BOT	CCT	CTO	CTE	CTZ	Sonstige
35,4	22,8	29,2	3,8	2,7	2,6	3,6

Quelle: Vergi/Trezzi (1997), S. 871, Schaubild 19.11

Auch auf den Märkten für private Schuldtitel fanden in dieser Zeit staatlich geförderte Finanzinnovationen statt. So erfolgte 1984 die Zulassung von Investmentfonds, die die bisher als Bankeinlage gehaltenen Gelder indirekt auf die Finanzmärkte lenken sollten. Die Fonds wiesen sofort ein starkes Wachstum auf und trugen so zum Wandel des Sparverhaltens bei.<sup>261</sup> 1997 flossen Investmentfonds die Rekordsumme von 230 Billionen Lire zu.<sup>262</sup>

Seit 1987 förderte die Banca d'Italia außerdem die Einführung von *certificates of deposit* (CDs), um über eine flexiblere und marktgerechtere Verzinsung der Bankeinlagen die Zinsreagibilität der Geldnachfrage und des Passivgeschäfts der Banken zu erhöhen und die Wirksamkeit der Zinspolitik zu steigern.<sup>263</sup> Jedoch führte die höhere

<sup>258</sup>Vgl. Pagano (1988), S. 137.

<sup>259</sup>Vgl. Ciampi (1990b), S. 161-164.

<sup>260</sup>Vgl. Spaventa (1988), S. 10f.

<sup>261</sup>Vgl. Buttiglione/Ferri (1994), S. 16, Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 13 und Graf von Pückler (1987), S. 608.

<sup>262</sup>Vgl. BIEB (February 1998b), S. 44.

<sup>263</sup>Vgl. Ciampi (1987b), S. 94.

Verzinsung konkurrierender staatlicher Papiere und eine steuerliche Benachteiligung dazu, daß CDs im Passivmanagement der Banken nur langsam an Bedeutung gewannen.<sup>264</sup> Wieder wurde die Funktionsfähigkeit des marktorientierten Finanzsystems dem Finanzierungsbedarf des Staates untergeordnet. Anstelle kurzfristiger CDs gewann der private Repo-Markt durch die Befreiung von der Mindestreservepflicht im Mai 1991 eine gewisse Bedeutung.<sup>265</sup> Aufgrund steuerlicher und rechtlicher Hindernisse entwickelte er aber nicht die Markttiefe, die für das Liquiditätsmanagement der Banken notwendig gewesen wäre.<sup>266</sup>

Mitte der achtziger Jahre wurde die Doppelbesteuerung von Dividenden abgeschafft, um die Attraktivität der Aktienanlage zu erhöhen. Über die Privatisierung von Staatsunternehmen, insbesondere der Banken, sollte zusätzlich eine höhere Kapitalisierung der Börse, eine Belebung der Aktienumsätze und allgemein eine Aktienkultur geschaffen werden.<sup>267</sup> Nach einem kurzen dynamischen Aufschwung beendete der weltweite Börseneinbruch 1987 die positive Entwicklung. Erst Mitte der neunziger Jahre setzte wieder ein dynamisches Wachstum der Mailänder Börse ein. Die italienische Börse ist aber mit einer Marktkapitalisierung von nur 22% des BIP noch heute im internationalen Vergleich<sup>268</sup> eher unbedeutend und errang nicht den Status, der der Position Italiens als einem der größten Industrieländer der Welt entsprechen würde.

Um die Transparenz und Liquidität der italienischen Finanzmärkte zu erhöhen, erließ man nach und nach allgemeine Bestimmungen für Übernahmeofferten, Insiderhandel, Publizitätspflichten, vereinfachte die Emissionsbedingungen und verbesserte die Wertpapierhandelsabwicklung.<sup>269</sup> 1982 gelang es z.B. durch eine Vernetzung der Banken durch Standleitungen die Abwicklungsprobleme des Interbankenmarktes zu lösen und tagesgleiche Abrechnungssysteme einzuführen, so daß sich ein rasch wachsender Markt für Tagesgeld entwickelte.<sup>270</sup> 1988 erfolgte als weiterer wichtiger Schritt zur Entwicklung des Geldmarktes die Aufhebung der Mindestgebotspflicht bei der Versteigerung von Schatzwechseln,<sup>271</sup> über die das Schatzamt zuvor die Zinshöhe begrenzt hatte, so daß das Zinsniveau seither ohne Grenzen von den Marktkräften bestimmt werden konnte. Durch die Einführung computergestützter Handels- und Ab-

<sup>264</sup> Vgl. Buttiglione/Ferri (1994), S. 21-24.

<sup>265</sup> Vgl. BIEB (October 1992a), S. 52 und Banca d'Italia (1996b), S. 87 und S. 105f. Bei diesem Instrument gewinnen Banken Einlagen auf Zeit, indem sie Wertpapiere aus ihrem Bestand an Privatkunden, meist Unternehmen, verkaufen und sofort auf Termin zurückkaufen. Die große Mehrheit dieser Geschäfte ist kurzfristiger Natur, so daß eine große Ähnlichkeit zu Termineinlagen besteht, die jedoch mindesterverpflichtig sind. Eingriffe der Politik verzerren daher immer noch das Marktgeschehen.

<sup>266</sup> Vgl. Prati/Schinasi (1997a), S. 18.

<sup>267</sup> Vgl. Desario (1995b), S. 104 und S. 106f.

<sup>268</sup> Siehe Tabelle D.11.

<sup>269</sup> Zur Effizienz der Kapitalmärkte als Voraussetzung einer volkswirtschaftlich optimalen Allokation des Finanzmittelangebots vergleiche Unser/Oehler (1997), S. 367f. Für eine Kritik der in Italien getroffenen Maßnahmen vergleiche Sarcinelli (1996a), S. 16-18.

<sup>270</sup> Vgl. BIEB (February 1986), S. 38f.

<sup>271</sup> Im Juli 1988 bei Schatzwechseln mit dreimonatiger Laufzeit, im Februar 1989 bei einer Laufzeit von sechs und zwölf Monaten, 1992 auch bei BTPs und CCTs. Vgl. Passacantando (1996), S. 94 und Ciampi (1990a), S. 61.

wicklungssysteme gelang es Ende der achtziger Jahre, das Laufzeitepektrum der gehandelten Kredite zu erweitern, die Transparenz und den Handelsumfang zu vergrößern und damit dem Geldmarkt die für den Übergang zu einer indirekten Geldpolitik notwendige Tiefe zu geben.<sup>272</sup> Der Geldmarkt entwickelte sich zum Angelpunkt des Liquiditätsmanagements der Banken, zum wichtigsten Verbindungsglied zwischen Bankensystem und Notenbank und gewann aufgrund seiner hohen Zinsreagibilität zentrale Bedeutung für den Zinstransmissionsmechanismus der Geldpolitik.

Auch auf den Märkten für staatliche Wertpapiere strebte man über eine Modernisierung der Handelssysteme eine Erhöhung der Transparenz und eine Ausweitung des Umsatzvolumens an. Neben dem bestehenden Sekundärmarkt für Staatsanleihen (mercato obbligazionario telematico, MOT) schuf man z.B. 1988 einen wholesale market (mercato telematico dei titoli di stato secondario, MTS) mit einem modernen, computergestützten Handelssystem, das die Transparenz des Marktes erhöhte und dessen Anwendung im Laufe der nächsten Jahre auch auf andere Wertpapierformen ausgedehnt wurde.<sup>273</sup> Zusätzlich wurden sogenannte „primary dealers“ eingesetzt, die sich verpflichteten, jederzeit Kauf- und Verkaufskurse verbindlich zu stellen, um so die Liquidität des Marktes zu garantieren.<sup>274</sup>

Im September 1992 wurde in einem nächsten Entwicklungsschritt ein Markt für Futures und Optionen (mercato italiano dei futures, MIF<sup>275</sup>) auf BTPs eröffnet.<sup>276</sup> Im Mai 1995 wurde auch in diesem Segment ein computergestützter Markt (mercato telematico dei opzioni, MTO) hinzugefügt. Durch weitere Deregulierungsmaßnahmen und die Einführung einer zweiten Gruppe spezialisierter Händler wurde 1994 die Marktliquidität weiter erhöht.<sup>277</sup> Dennoch wird das mit Abstand größte Volumen an Finanzderivativen auf italienische Anleihen in London an der LIFFE gehandelt.

Im Dezember 1997 wurde ein computergestützter Repo-Markt auf Staatsanleihen eröffnet,<sup>278</sup> der zur Basis für eine stärkere Einbeziehung von Repo-Geschäften in das Instrumentarium der Banca d'Italia werden könnte.

Letzter bedeutender Schritt der Finanzmarktreformen war 1987 die allmähliche Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen im Zusammenhang mit dem Europäischen Binnenmarkt. Dadurch wurde eine internationale Einbindung der italienischen Finanzmärkte möglich. Dennoch ist die internationale Bedeutung der italienischen Finanzmärkte noch nicht annähernd mit der industriellen Bedeutung des Landes vergleichbar.

<sup>272</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1990a), S. 45.

<sup>273</sup>Der tägliche Umsatz stieg von 300 Milliarden Lire 1988 auf über 32 Billionen Lire 1996. Vgl. BIEB (Oktober 1996d), S. 77.

<sup>274</sup>Vgl. BIEB (Februar 1988), S. 47f.

<sup>275</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1992b), S. 56.

<sup>276</sup>Terminmärkte erhöhen die Attraktivität der Kassamärkte, indem sie den Anlegern Absicherungs- und Spekulationsinstrumente zur Verfügung stellen.

<sup>277</sup>Vgl. BIEB (Februar 1994b), S. 52f., BIEB (Februar 1995), S. 60f. und BIEB (Oktober 1996d), S. 77-79.

<sup>278</sup>Vgl. BIEB (Februar 1998b), S. 57f.



### 2.3. Zusammenfassung

Insgesamt betrachtet waren die Reformen erfolgreich. Die Schaffung eines funktionsfähigen Sekundärmarktes für staatliche Wertpapiere, die Einführung eines computergestützten Handelssystems, die Neuorganisation der Handelsabwicklung, die Aufhebung der Mindestgebotsregel bei Schatzwechselauktionen und die Einführung zahlreicher innovativer Wertpapierformen erhöhten die Attraktivität italienischer Staatspapiere deutlich. Der italienische Markt für langfristige Staatsanleihen ist heute der drittgrößte der Welt.<sup>279</sup> Dadurch konnten die hohen Haushaltsdefizite Anfang der neunziger Jahre ohne Rückgriff auf Notenbankkredite durch die Ausgabe von staatlichen Wertpapieren gedeckt werden, so daß die Geldmengenentwicklung unter der Kontrolle der Banca d'Italia blieb und die Geldpolitik, wie erwünscht, von den bisherigen Einschränkungen der Fiskalpolitik zu einem großen Teil befreit wurde.<sup>280</sup> Zusätzlich erlaubte die rasche Entwicklung der Finanzmärkte die stärkere Nutzung offenkundiger Instrumente.<sup>281</sup>

Wesentlicher Teilaspekt der Finanzmarktreformen in Italien war die große Rolle, die die Einführung der variablen Verzinsung spielte. Erst durch diese Innovation gelang es in einem nennenswerten Ausmaß, die Bevorzugung sehr kurzfristiger Anlagen, insbesondere der Bankeinlagen, durch die Sparer aufgrund deren hoher Liquiditätspräferenz zu brechen, und Märkte für mittel- und langfristige Wertpapiere zu entwickeln.<sup>282</sup> Diese stellten dann die Grundlage für eine geringere monetäre, die Geldpolitik beschränkende Finanzierung der Staatsverschuldung und für einen Wechsel von einer direkten zu einer indirekten Geldpolitik dar. Insofern waren die Finanzmarktreformen erfolgreich, jedoch waren und sind mit der Betonung variabel verzinsster Wertpapiere auch Probleme verbunden. Ein Anstieg des Zinsniveaus im Zuge einer restriktiven Politik oder zur Verteidigung der Lira-Parität im Wechselkursmechanismus des EWS bedeutete gleichzeitig eine zusätzliche Belastung des Staatsbudgets durch erhöhte Zinszahlungen und damit eine Ausdehnung der Budgetdefizite. Insofern begrenzte die Fiskalpolitik den zinspolitischen Spielraum der Notenbank auch nach den Reformen noch spürbar, da Zinserhöhungen aufgrund der Dominanz kurzfristiger oder variabel verzinsster Staatsschulden über steigende Zinslasten stark negative Auswirkungen auf den Staatshaushalt hatten und haben.<sup>283</sup>

Im gleichen Maße verschlechtert ein Zinsanstieg aufgrund der Dominanz variabler Zinsvereinbarungen die Position der Unternehmen und bringt insbesondere hochverschuldete Firmen in Existenznöte. Auf der anderen Seite führen die erhöhten Zinszahlungen der Schuldner zu entsprechenden Einkommensanstiegen der Gläubiger,

<sup>279</sup> Vgl. Sarcinelli (1996a), S. 12.

<sup>280</sup> Vgl. Ciampi (1992a), S. 156.

<sup>281</sup> Vgl. Bisignano (1996), S. 17, Fußnote 27 und Kapitel E.IV.

<sup>282</sup> Vgl. Sacchi Morsiani (1990), S. 210.

<sup>283</sup> Vgl. Ciampi (1990a), S. 61 und Ciampi (1991), S. 160. Im Zuge der Bemühungen um die Erfüllung des Maastrichter Defizitkriteriums drängte die Regierung die Notenbank daher massiv zu Zinssenkungen. Vgl. Kness-Bastaroli (1997), S. 1. Aus ähnlichen Motiven könnte die italienische Regierung auch heute gegen die EZB auszuüben.

vorwiegend der privaten Haushalte. Dehnen diese aufgrund des gestiegenen verfügbaren Einkommens ihre Konsumausgaben aus, hat dies der restriktiven Geldpolitik entgegengerichtete Effekte.<sup>284</sup>

Ein Mangel blieb trotz der Reformen der unzureichende Zugang privater Unternehmen zu den Finanzmärkten. So fehlt bis in die Gegenwart ein Markt für commercial papers und die Ausgabe von Industrieobligationen ist vernachlässigbar klein. Dementsprechend machten Staatsanleihen 1995 87% des Marktvolumens aus und der Anteil privater Industrieobligationen lag unter 0,5%, was darauf hindeutet, daß die hohe staatliche Inanspruchnahme des Kapitalmarkts den Zugang privater Unternehmen behindert (siehe Tabelle D.9).

Tabelle D.9: Aufgliederung des italienischen Kapitalmarkts nach Emittenten 1995 (in %)

Staat	Kreditinstitute	Staats- unternehmen	Privat- unternehmen	Internationale Organisationen
87,8	10,9	0,9	0,3	0,1

Quelle: Vergi/Trezzi (1997), S. 854, eigene Berechnungen

Da die Entwicklung der Märkte fast ausschließlich der Finanzierung der Staatsverschuldung diente, mußte der private Unternehmenssektor seinen Finanzbedarf weiterhin über das Bankensystem decken, so daß Bankkredite und Marktverschuldung aufgrund der Zugangsbeschränkung der Unternehmen auf den Finanzmärkten keine vollkommenen Substitute darstellten. Unternehmen blieben in ihrer externen Finanzierung von Banken abhängig, die so ihre Kreditkonditionen bis zu einem gewissen Grad unabhängig von der Zinsentwicklung auf den Märkten steuern konnten. Geldpolitisch bedeutete dies, daß zwischen den von der Notenbank auf den Märkten gegebenen, monetären Impulsen und den Unternehmen als letztendliche Hauptadressaten der Geldpolitik das Bankensystem zwischengeschaltet blieb, so daß die Besonderheiten des Kreditkanals einer bankorientierten Volkswirtschaft bestehen blieben.<sup>285</sup>

Zusammenfassend betrachtet haben die Reformen, insbesondere die Vielzahl an Finanzinnovationen, zu einer Modernisierung der italienischen Finanzmärkte geführt. Die wachsende Größe und volkswirtschaftliche Bedeutung der Finanzmärkte ermöglichte den Übergang zu einer indirekten, zinsorientierten Geldpolitik der Banca d'Italia. Dennoch bestehen noch gravierende Mängel.<sup>286</sup> Die extreme Dominanz der Rolle des Staates an den Finanzmärkten birgt wie gezeigt gravierende Nachteile in sich. Um eine der volkswirtschaftlichen Größe des Landes entsprechende Bedeutung der

<sup>284</sup> Vgl. Passacantando (1996), S. 94 und Ciampi (1987b), S. 95.

<sup>285</sup> Vgl. Buttiglione/Ferri (1994), S. 5-9. Ihnen zu Folge verschärft der Kreditkanal in Italien die Wirksamkeit restriktiver geldpolitischer Maßnahmen, da aufgrund der fehlenden Hausbankbeziehung Banken nicht dazu bereit sind, Unternehmen vor hohen Zinsbelastungen zu schützen, und das fehlende Passivmanagement italienischer Banken sofort zu einem Rückgang des Kreditangebots führt.

<sup>286</sup> Vgl. Onado (1996), S. 99-103.



Finanzmärkte zu erreichen, scheint eine mehrere Jahre währende Stabilisierung der Geldwertentwicklung notwendig. Erst dadurch könnte sich die Schwankungsbreite der Märkte verringern und langfristige, festverzinsliche Wertpapierformen an Attraktivität gewinnen. In Italien hofft man, daß der Euro diese Bedingung erfüllen und so die Rolle der Finanzmärkte bei der Kapitalvermittlung zwischen Sparer und Investor stärken wird.

### **3. Die Finanzstrukturen italienischer Unternehmen und Haushalte und ihre geldpolitischen Auswirkungen**

In den sechziger und siebziger Jahren<sup>287</sup> führte eine Politik der niedrigen Zinsen mit dem Ziel der Förderung der Investitionen und des Wachstums zu negativen Realzinsen. Zusammen mit einer steuerlichen Begünstigung von Fremdkapital führte dies zu einer starken Bevorzugung der Fremdkapitalaufnahme von Unternehmen. Da die Kapitalmärkte aufgrund der staatlichen Sicherung eines privilegierten Zugangs fast ausschließlich dem Schatzamt und den Spezialkreditinstituten zur Verfügung standen, wurde der Finanzbedarf der Unternehmen nahezu vollständig über Banken gedeckt. Die Eigenkapitalquote vieler italienischer Unternehmen war deshalb sehr niedrig, wodurch sich die Anfälligkeit der Firmen in Wirtschaftskrisen erhöhte.

Trotz der Reformen, die die Rolle der Banken in der Kreditvermittlung verringern und die der Finanzmärkte stärken sollten, blieb das italienische Finanzsystem ein bankorientiertes System, so daß Banken und Spezialkreditinstitute immer noch die dominierende Rolle im Finanzsystem spielen.<sup>288</sup> Dementsprechend decken Unternehmen<sup>289</sup> ihren Finanzbedarf überwiegend in Zusammenarbeit mit Kreditinstituten. Hierbei schlägt die frühere Zweiteilung des Trennbankensystems insoweit durch, daß langfristige Investitionskredite immer noch überwiegend bei den Spezialkreditinstituten aufgenommen werden. Hintergrund hierfür ist auch die ehemalige Abwicklung der Kreditsubventionierung des Staates über diese Institute. Kurzfristige Liquiditätskredite werden dagegen bei den Geschäftsbanken aufgenommen.<sup>290</sup> Ein typisches Merkmal der italienischen Bank-Unternehmens-Beziehung ist dabei, daß jedes Unternehmen mit einer Vielzahl von Banken zusammenarbeitet, also keine Hausbankbeziehung im deutschen Sinne besteht.<sup>291</sup>

---

<sup>287</sup>Siehe Kapitel F.IV.4.

<sup>288</sup>Vgl. Sarcinelli (1996a), S. 4. So stieg der Anteil der von Banken vergebenen Kredite sogar von 93% 1983 auf 95% 1993. Vgl. Borio (1995), S. 72.

<sup>289</sup>Unternehmen nehmen 71% aller Kredite des Privatsektors in Italien auf, Haushalte nur 29%, ein im internationalen Vergleich extremes Verhältnis. Vgl. Borio (1995), S. 70.

<sup>290</sup>Dabei entfällt rund die Hälfte dieser Kredite auf Kreditlinien, bei denen die Unternehmen sich diskretionär verschulden können, so daß von einer hohen Zinssensitivität ausgegangen werden kann. Vgl. Borio (1995), S. 65 und S. 97.

<sup>291</sup>Ursachen hierfür sind das Beteiligungsverbot von Banken an Industrieunternehmen und die Dominanz kleinerer Banken in Italien, die Großunternehmen dazu zwingt, mit mehreren Instituten zur Deckung ihres Finanzbedarfs in Geschäftsbeziehung zu treten. Eine negative Auswirkung besteht darin, daß die Vergabe von Krediten dadurch erschwert und administrativ langwieriger wird, da eine einzelne Bank nicht über einen Gesamtüberblick über die Lage eines Unternehmens zur Beurtei-

Italien stellt in Kontinentaleuropa insofern eine Besonderheit dar, als der Anteil kurzfristiger und variabel verzinsten Unternehmenskredite sehr hoch ist (siehe Tabellen D.4 und D.5). Insgesamt betrachtet ist der Verschuldungsgrad italienischer Unternehmen mit unter 60% des BIP im internationalen Vergleich aber niedrig.<sup>292</sup> Aufgrund der häufig geringen Gewinne ist das relative Gewicht der Zinszahlungen dennoch hoch, so daß Zinsänderungen einen im internationalen Vergleich überdurchschnittlichen Einfluß auf die Gewinnentwicklung italienischer Unternehmen haben.<sup>293</sup>

Die Kapitalmärkte spielten lange Zeit bei der Unternehmensfinanzierung keine Rolle, auch heute sind sie von nur untergeordneter Bedeutung. Da der Staat die langfristigen Anleihen der Spezialkreditinstitute steuerlich begünstigte, sich selbst stark über den Kapitalmarkt finanzierte und das langfristige Kapitalangebot aufgrund der Liquiditätspräferenz der Sparer nicht hoch war, war Industrieunternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt versperrt. Zudem verhinderte die mittelständische Struktur der italienischen Industrie eine höheres Gewicht von Industrieobligationen bei der Unternehmensfinanzierung.

Die Zahlung relativ hoher Zinssätze auf Sichteinlagen durch die Banken verhinderte außerdem die Entwicklung eines allgemein zugänglichen Geldmarkts, auf dem die Unternehmen durch die Ausgabe von commercial papers direkt Kapital beim Anleger hätten aufnehmen können.<sup>294</sup> Eine weiteres Kennzeichen ist die verhältnismäßig hohe Auslandsverschuldung der italienischen Unternehmen.<sup>295</sup>

Eine zusätzliche Besonderheit in Italien war die niedrige Selbstfinanzierungsquote der Unternehmen.<sup>296</sup> Mehrere Gründe konnten für diese Entwicklung angeführt werden.<sup>297</sup> So befand und befindet sich immer noch eine Vielzahl italienischer Firmen in Familienbesitz. Das Eigenkapital dieser Familien reichte aber nicht mehr aus, die Expansion ihres Unternehmens zu finanzieren, so daß die Selbstfinanzierungsquote sank. Hohe Inflationsraten und die staatliche Subventionierung von Investitionskrediten führten zudem zu einer negativen Realverzinsung, die die Aufnahme von Fremdkapital begünstigte. Des weiteren konnten mangelnde Gewinne vieler Firmen, insbesondere von hohen Lohnzuwächsen verursacht, als Grund für eine abnehmende Selbstfinanzierungsquote genannt werden. Schließlich verhinderte die Abneigung der Familienbetriebe vor den Publizitätspflichten, das Vorherrschen von klein- und mittelständischen Betrieben in der Größenstruktur der italienischen Unternehmen<sup>298</sup> und die trotz Reformbemühungen mangelhafte Entwicklung der Börse<sup>299</sup> die Ausdehnung des Eigenkapitals durch die Ausgabe neuer Aktien. Allgemein erfuhr die Finanzierung

---

lung der Kreditwürdigkeit verfügt. Vgl. Conigliani/Ferri/Generale (1997), S. 292-294 und Sarcinelli (1996a), S. 25.

<sup>292</sup> Siehe Tabelle D.3.

<sup>293</sup> Vgl. Kneeshaw (1995), S. 32 und S. 35-37.

<sup>294</sup> Vgl. Monti/Padoa-Schioppa (1981), S. 218f.

<sup>295</sup> Vgl. Borio (1995), S. 65 und S. 100.

<sup>296</sup> Vgl. Bertoni (1994), S. 146f.

<sup>297</sup> Vgl. Ciampi (1992a), S. 169 und Fraenkel (1991), S. 187-191.

<sup>298</sup> Vgl. Dini (1990), S. 72.

<sup>299</sup> Vgl. Fazio (1991), S. 78-81.

über die Ausgabe von Aktien in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre einen drastischen Einbruch, bevor wieder eine leichte Erholung einsetzte.<sup>300</sup>

Zusammenfassend betrachtet verhindern bis heute die Eigentümerstruktur in der Industrie und das hohe Gewicht der staatlichen Kreditaufnahme die Weiterentwicklung der Finanzmärkte durch Impulse des Privatsektors.<sup>301</sup> Insgesamt führt die Abhängigkeit von der Gewinnsituation zu starken Schwankungen der Selbstfinanzierungsquote der Unternehmen.<sup>302</sup> Gewinneinbrüche führen zu einem starken Anstieg der Fremdfinanzierungsquote und erhöhen über eine Verschlechterung der Nettozinsposition die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber Zinsanstiegen. Lohnerhöhungen, die über der Produktivitätsentwicklung liegen, führen deshalb einerseits zu einer erhöhten Anfälligkeit der Unternehmen und andererseits zu Inflationsgefahren. Die Möglichkeiten der Banca d'Italia, dem Preisanstieg mittels einer restriktiven Hochzinspolitik entgegenzuwirken, werden durch die resultierende Existenzgefährdung der Unternehmen bis zu einem gewissen Grad eingeschränkt.

Tabelle D.10: Aufteilung des Finanzvermögens des Nichtstaatssektors<sup>303</sup> in Italien (in %, Bestandsgrößen)

Jahr	1980	1985	1993
Liquide Sparformen	91,7	76,6	62,1
Mittel- und langfristige Anlagen	8,0	22,5	32,6
Ausländische Vermögenstitel	0,3	0,9	5,3
	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Kredite an den Nichtstaatssektor	51,7	41,2	39,6
Kredite an den Staat	48,3	58,8	60,4
	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Quelle: Nicoletti Altimari et al. (1995), S. 410.

Betrachtet man die Finanzierungsgewohnheiten der Haushalte, so ist seit Jahrzehnten ihre hohe Sparquote und daraus resultierend ihr mit fast 600% des jährlich verfügbaren Einkommens sehr hoher Nettovermögensbestand ein ausgeprägtes Merkmal.<sup>304</sup> Kennzeichnend ist zudem die zwar rückläufige, aber dennoch hohe Liquiditätspräferenz und die Dominanz variabel verzinster Anlagen (siehe Tabelle D.10).

<sup>300</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 34f., Angeloni/Buttiglione/Ferri/Gaiotti (1995), S. 16.

<sup>301</sup>Vgl. Sarcinelli (1996a), S. 28.

<sup>302</sup>So betrug die Selbstfinanzierungsquote anfangs der achtziger Jahre nur rund ein Drittel, wohingegen sie Ende desselben Jahrzehnts im Zuge steigender Unternehmensgewinne auf über 90% anstieg. Vgl. Volz (1988), S. 687.

<sup>303</sup>Haushalte, Unternehmen, Versicherungen und Kommunen.

<sup>304</sup>Siehe Tabelle D.13 und Kneeshaw (1995), S. 8. Der hohe Anteil staatlicher Schuldpapiere in den Haushaltportfolios läßt allerdings die Frage aufkommen, ob diese tatsächlich als Nettovermögen zu bewerten sind oder von den Haushalten gegen zukünftige Steuern für Zins- und Tilgungszahlungen aufgerechnet werden (Ricardianisches Äquivalenztheorem, vgl. Barro (1974)).

Auch hierfür lassen sich mehrere Gründe nennen. Die Entwicklung hoher Inflationsraten in den siebziger Jahren verursachte bei den Besitzern der damals vorherrschenden langfristigen, festverzinslichen Staatsanleihen hohe Verluste.<sup>305</sup> Diese Erfahrung und die entstandene, negative Realverzinsung machten die längerfristige Anlage von Kapital für den Sparer unattraktiv. Da die Sichteinlagen von italienischen Banken vergleichsweise hoch verzinst werden, stellen diese eine attraktive Anlagealternative mit einer aufgrund ihrer täglichen Fälligkeit hohen Sicherheit dar. Außerdem wurde die Anlage in Realwerten bevorzugt, die noch heute ein hohes Gewicht haben.<sup>306</sup>

Die Einführung neuer kurz- und kürzestfristiger öffentlicher Wertpapiere mit hoher Verzinsung führte zwar zu einer Verschiebung weg von den Banken hin zum Staat; die Betonung kurzer Laufzeiten blieb aber in ihrer Substanz erhalten.<sup>307</sup> Allgemein war festzustellen, daß der Staat zur Deckung seiner wachsenden Defizite mittels steuerlicher Maßnahmen Spargelder zu Lasten der Bankeneinlagen auf sich zog. Dies stellte ein indirektes crowding-out privater Kredite über die Kapitalnachfrageseite dar.<sup>308</sup>

Zusätzliche Konkurrenz entstand den Banken Mitte der achtziger Jahre durch das Aufkommen der Investmentfonds und Vermögensverwaltungen.<sup>309</sup> Diese fanden bei den Sparern sofort Anklang, so überstieg ihr Anteil am Sparvermögen der Haushalte bereits im zweiten Jahr nach ihrer Zulassung den Anteil mittel- und langfristiger Staatsanleihen.<sup>310</sup> 1997 belief sich der Anteil dieses Anlagesegments auf rund ein Drittel des Haushaltsvermögens.<sup>311</sup> In neuerer Zeit wuchs dabei insbesondere die Bedeutung von Fonds mit ausländischem Anlageschwerpunkt, so daß eine gewisse Internationalisierung des italienischen Finanzsystems einsetzte.<sup>312</sup>

Insgesamt betrachtet gelang es durch die Reformen in Zusammenspiel mit gesunkenen Inflationsraten dennoch, die extrem hohe Gewichtung kurzfristiger Anlageformen ab-

<sup>305</sup> Vgl. Pagano (1988), S. 135.

<sup>306</sup> Vgl. Kneeshaw (1995), S. 10f., Tabelle 3.

<sup>307</sup> Das Verhalten der Sparer und die Schuldenpolitik erzeugten einen Teufelskreis. Die Liquiditätspräferenz der Sparer erzwang eine liquiditätsnahe, monetäre Finanzierung der Verschuldung, dies führte über Geldmengeneffekte zu steigenden Inflationsraten, wodurch wiederum die Liquiditätspräferenz der Sparer stieg. Ein Aufbrechen dieses Zirkels hätte vordringlich einen Abbau der Budgetdefizite erfordert, zu dem man in Italien erst durch die Bedingungen des europäischen Integrationsprozesses bis zu einem gewissen Grad bereit war.

<sup>308</sup> Die Verringerung der kurzfristigen Bankeinlagen führte dazu, daß diese weniger Anleihen der Spezialkreditinstitute kaufen konnten und diese wiederum weniger langfristige Kredite an Privatunternehmen vergeben konnten.

<sup>309</sup> Inzwischen gibt es auch in Italien drei Arten von Fonds:

- Fondo Comune Investimento (FCI), offene Fonds mit getrenntem Sondervermögen
- Società di investimento a capital variable (SICAV), Aktiengesellschaften mit variablen Grundkapital
- Fondo Comune di investimento mobiliare chiuso, geschlossene Fonds.

Vgl. FAZ vom 25.10.1997, Nr. 248, S. 24.

<sup>310</sup> Vgl. Ciampi (1987b), S. 83, Tabelle 1.

<sup>311</sup> Vgl. Ciocca (1998), S. 108f.

<sup>312</sup> Vgl. Gröschel (1992), S. 192.

zubauen. Der Anteil mittel- und langfristiger (variabel verzinst) Staatsanleihen am Finanzvermögen des privaten Sektors stieg von nur 8% 1980 auf nahezu ein Drittel 1993, dementsprechend sank der Anteil liquider Sparformen im selben Zeitraum von fast 92% auf 62%.<sup>313</sup> Gleichzeitig ließen die neuen, attraktiven Staatspapiere, Investmentfonds, Aktien und CDs die Bedeutung der bislang präferierten Sicht- und Termineinlagen bei Banken spürbar sinken. Deren Anteil am Vermögen der privaten Haushalte sank von über 75% Ende der siebziger Jahre auf unter 40% Anfang der neunziger Jahre.<sup>314</sup>

Kredite an Haushalte sind vorwiegend variabel verzinst, und der Anteil kurzfristiger Kredite ist höher als in anderen Ländern.<sup>315</sup> Da die Verschuldung der italienischen Haushalte sehr niedrig ist, ergibt sich eine hohe positive Nettozinsposition der Haushalte.<sup>316</sup>

Zusammenfassend ist festzustellen, daß das Finanzverhalten der italienischen Unternehmen und Haushalte im internationalen Vergleich einige Besonderheiten aufweist. Zu nennen sind hierbei insbesondere das hohe Vermögen der Haushalte, daraus resultierend deren ausgeprägt positive Nettozinsposition, der geringe Verschuldungsgrad der Unternehmen und die starke Dominanz kurzfristiger oder variabel verzinsten Kredite. Auf die geldpolitischen Konsequenzen dieser besonderen Finanzstruktur wird im folgenden Abschnitt eingegangen werden.

#### **4. Zusammenfassende Untersuchung der Auswirkungen der institutionellen Gegebenheiten auf die Wirksamkeit der italienischen Geldpolitik**

Die grundlegende Aufteilung des Bankensystems in einen kurzfristigen und einen langfristigen Bereich (ordentliche Banken und Sonderkreditinstitute) erforderte die Entwicklung eines zweistufigen Finanzierungskreises, der als doppelte Intermediation<sup>317</sup> bezeichnet wurde. Die Haushalte legten aufgrund ihrer hohen Liquiditätspräferenz ihre Sparguthaben zu einem überwiegenden Teil bei den Geschäftsbanken als kurzfristige Einlagen an. Diese kauften damit langfristige Anleihen der Spezialkreditinstitute am Kapitalmarkt. Die Spezialkreditinstitute wiederum vergaben diese Mittel als langfristige Kredite an Unternehmen.<sup>318</sup> Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern erfolgte die Fristentransformation also über zwei Banken und nicht über eine einzige. Der damit verbundene Mehraufwand bedeutete einen volkswirtschaftlichen Effizienzverlust.<sup>319</sup>

<sup>313</sup>Vgl. Tabelle D.10 und Nicoletti Altinari et al. (1995), S. 409.

<sup>314</sup>Vgl. Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 15, Tabelle 1 und Sacchi Morsiani (1990), S. 210. Dennoch ist dieser Anteil im internationalen Vergleich sehr hoch. Im Zuge des Europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ist daher mit weiteren Änderungen im Sparverhalten zu rechnen. Vgl. Moore, P. (1996), S. 357.

<sup>315</sup>Siehe Tabellen D.4 und D.5.

<sup>316</sup>Vgl. Fazio (1991), S. 74.

<sup>317</sup>Vgl. Monti/Padoa-Schioppa (1981), S. 219 und Cotula (1984), S. 224.

<sup>318</sup>Vgl. Angeloni/Buttiglione/Ferri/Gaiotti (1995), S. 18.

<sup>319</sup>Vgl. Bertoni (1994), S. 148.

Für die Geldpolitik entstand durch die resultierende Anfälligkeit der Geschäftsbanken in Phasen steigender Zinsen ein weiteres Problem. Da die Bankeinlagen kurzfristig fällig waren, erfolgte auf der Passivseite eine rasche Anpassung des Zinsniveaus, so daß der Zinsaufwand der Banken schnell stieg. Im Gegensatz dazu war die Zinsbindung auf der Aktivseite in Form der im Bestand gehaltenen Anleihen langfristiger Natur. Je höher die gewichtete, durchschnittliche Restlaufzeit (Duration) der Anleihen war, desto langsamer stieg der Zinsertrag der Banken und desto höher war der Abschreibungsbedarf. Im Endeffekt ergab sich eine Ertragsbelastung, die die Stabilität der Geschäftsbanken gefährden konnte.<sup>320</sup> Dies schränkte die Möglichkeiten der Banca d'Italia zur Durchführung einer konsequenten, restriktiven Geldpolitik zumindest bis zu einem gewissen Grad ein.<sup>321</sup>

Ein weiteres Problem ergab sich daraus, daß die Banca d'Italia den Spezialkreditinstituten, falls diese aufgrund der mangelnden Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes keine Liquidität erhalten konnten, obwohl insgesamt im Bankensystem ausreichend Liquidität vorhanden war, Kredite in ihrer Funktion als *lender of last resort* geben mußte, wodurch die Geldmenge und die Geldschöpfungsmöglichkeiten der Banken unerwünscht erhöht wurden.<sup>322</sup>

Weitere Besonderheiten des italienischen Finanzsystems haben Auswirkungen auf den geldpolitischen Transmissionsprozeß, die von der Geldpolitik beachtet werden müssen. Neben der Besonderheit der doppelten Intermediation spielen die Zersplitterung und Heterogenität des Bankensystems, die schwache internationale Einbindung der Kreditmärkte, die geringe Bedeutung des privaten Anleihemarktes, die Nichtexistenz eines Marktes für commercial papers und die vernachlässigbare Rolle des Aktienmarktes, die große Bedeutung mittelständischer Unternehmen und die hohe Zinselastizität der Geldnachfrage eine besondere Rolle.<sup>323</sup>

Letzteres bewirkt, daß die Geldpolitik einen relativ hohen Einfluß auf die Bilanzstruktur der Banken besitzt, da das Anlage- und Kreditnachfrageverhalten des Publikums auf Zinsänderungen entsprechend stark reagiert. Dadurch erhöht sich *ceteris paribus* die Wirksamkeit der Geldpolitik über eine beschleunigte Transmission.

Die zuvor aufgeführten Merkmale bewirken, daß die hohe Bedeutung der Banken dem geldpolitischen Transmissionsprozeß eine besondere Ausgestaltung geben, die von der Zentralbank beachtet werden muß („credit view“).<sup>324</sup> So ist zu vermuten, daß kleinere Banken aufgrund ihrer geringeren Finanzflexibilität stärker auf geldpolitische Impulse reagieren als große Banken, die über ausreichend Know-how, die notwendige EDV-Ausstattung und geeignete internationale Verbindungen verfügen, um sich mit einem ausgefeilten Aktiv-Passiv-Management diesen Impulsen zu einem gewissen Grad entziehen zu können. Empirische Untersuchungen kamen aber für Italien zu entgegenge-

<sup>320</sup>Vgl. McCauley/White (1997), S. 31.

<sup>321</sup>Vgl. Monti/Padoa-Schioppa (1981), S. 226.

<sup>322</sup>Vgl. BIEB (February 1986), S. 38.

<sup>323</sup>Vgl. Angeloni/Buttiglione/Ferri/Gaiotti (1995), S. 9.

<sup>324</sup>Vgl. Banca d'Italia (1995), S. 82 und Lück (1998), S. 318 sowie Kapitel B.IV.2.



setzten Ergebnissen.<sup>325</sup> Insgesamt war in Italien bis in die achtziger Jahre eine ausgeprägte Starrheit der Bankkreditzinsen zu beobachten. Trotz einer relativ hohen Volatilität der Zinssätze auf den noch gering entwickelten Geldmärkten kam es nur relativ selten zu Änderungen der Zinssätze bei Kundenkrediten. Eine Einschränkung des Kreditwachstums mittels des Zinskanals war daher für die Banca d'Italia nur sehr schwer möglich, was die Dominanz von administrativen Kreditgrenzen im geldpolitischen Instrumentarium der italienischen Notenbank erklärte.<sup>326</sup>

Auf Seite der Kreditnehmer sind die in Italien vorherrschenden kleinen Unternehmen, die über einen geringeren Informationsstand verfügen und keine alternative Finanzierungsquellen zu Bankkrediten besitzen, ebenfalls in höherem Maße von geldpolitischen Einschränkungen betroffen als große, multinationale Konzerne. Insofern mußte die Banca d'Italia auch auf die heterogene Unternehmensstruktur achten, um kleinere Firmen nicht durch eine zu restriktive Geldpolitik, die zur Beeinflussung des Verhaltens der Großkonzerne benötigt würde, zu gefährden.

Die im internationalen Vergleich niedrige Verschuldung italienischer Unternehmen verringert *ceteris paribus* die Wirksamkeit der Geldpolitik, da der Einfluß der Zinsentwicklung auf das Verhalten der Unternehmen aufgrund der geringeren Cashflow- und Kapitalkosten-Effekte reduziert ist. Der hohe Anteil kurzfristiger und variabel verzinsten Unternehmenskredite und das festgestellte hohe Gewicht von Zinszahlungen bei den Finanzströmen der Unternehmen bedeuten dagegen einen höheren Einfluß der Geldpolitik, da Zinsänderungen rasch in neue ebenso wie in bestehende Kreditverträge hineinwirken und bedeutende Einkommens- und Cashflow-Effekte erzielen können. Die Nettofremdwährungsverschuldung italienischer Unternehmen erhöht über zusätzliche Effekte die Bedeutung des Wechselkurses in der Geldpolitik. Steigt der Wert der Lira im Zuge einer restriktiven Zinspolitik z.B. aufgrund zunehmender Kapitalimporte, verringert sich der Liregegenwert der Auslandszinszahlungen (Cashflow-Effekt) und der Fremdwährungskredite (Vermögenseffekt). Dadurch verbessert sich die Finanzsituation der fremdwährungsverschuldeten Unternehmen, was *ceteris paribus* der restriktiven Geldpolitik entgegengerichtete Effekte hat.

Von besonderer Bedeutung für die italienische Geldpolitik ist der hohe Vermögensbestand des Haushaltssektors. Die Dominanz variabel verzinsten Sparformen und die

---

<sup>325</sup> So kamen Angeloni/Buttiglione/Ferri/Gaiotti (1995), S. 37-45 zu dem Ergebnis, daß große Banken und Kreditinstitute, die vorwiegend Großkredite vergaben, stärker auf monetäre Impulse reagieren. Als Begründung wird auf die höhere Wettbewerbsintensität im Großkundengeschäft verwiesen, die für die Bank zu höheren Kosten einer nicht-marktgerechten Zinshöhe führt. Kleinbanken besitzen dagegen oft eine Monopolstellung in der Kundenbeziehung, die ihnen Preisspielräume erlaubt. Außerdem weisen Conigliani/Ferri/Generale (1997), S. 272 darauf hin, daß die Kundenbeziehung zwischen Kleinbanken und Kreditnehmer häufig schon länger besteht und enger ist, so daß die Bank eher bereit ist, zum Schutz des Kunden eine Verringerung ihrer Zinsmarge bei ansteigendem Zinsniveau hinzunehmen. Zusätzlich finanzieren sich Großbanken in Italien im Vergleich zu kleineren Banken zu einem höheren Anteil über die Ausgabe von CDs, deren Verzinsung wesentlich stärker auf geldpolitische Impulse reagiert.

<sup>326</sup> Vgl. Vaciago (1990), S. 210f.



hohe Nettozinsposition der Haushalte<sup>327</sup> führen bei Zinserhöhungen zu sehr hohen, positiven Einkommenseffekten bei den Haushalten. Sie resultieren in einem Anstieg des verfügbaren Einkommens, der über eine erhöhte Konsumneigung dem Ziel der restriktiven Hochzinspolitik entgegengerichtet sein kann.<sup>328</sup> Dadurch wird die Wirksamkeit der italienischen Geldpolitik im internationalen Vergleich von der Finanzstruktur der Haushalte entscheidend geschwächt.

Im weiteren Verlauf des Kapitels soll anhand eines zusammenfassenden direkten Vergleichs der Finanzstrukturen beurteilt werden, wie bedeutend die Problematik unterschiedlicher Auswirkungen der gemeinsamen Geldpolitik in der EWU ist. Dabei werden die in dieser Arbeit ermittelten Ergebnisse auch den wenigen, bislang in diesem Bereich veröffentlichten Studien gegenüber gestellt werden. Abschließend wird diskutiert werden, welche Faktoren für oder gegen eine Angleichung der nationalen Finanzstrukturen innerhalb der EWU sprechen. Denn je rascher die Konvergenz der Finanzsysteme der EWU-Staaten erfolgen würde, desto geringer wäre zukünftig die Gefahr divergenter ökonomischer Auswirkungen der gemeinsamen Geldpolitik.

## **V. Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen anhand eines Vergleichs der Finanzstrukturen in Europa<sup>329</sup>**

### **1. Bank- versus marktorientierte Finanzsysteme in der Europäischen Union**

In Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung der Geschäftsbanken oder der Finanzmärkte im Kapitalvermittlungsprozeß können Volkswirtschaften als bank- oder als marktorientierte Finanzsysteme charakterisiert werden. Decken Unternehmen ihren Kapitalbedarf überwiegend auf den Finanzmärkten durch die Ausgabe von Wertpapieren, entweder in Form von Eigenkapital (Aktien) oder als Fremdkapital (z.B. Obligationen und commercial papers), so wird dieses Finanzsystem als marktorientiert bezeichnet. Dementsprechend ist das Gewicht kapitalmarktbezogener Anlageformen im Vermögen der Sparer überdurchschnittlich hoch, gegebenenfalls auch unter Einbeziehung spezieller Finanzdienstleistungsunternehmen wie z.B. Investmentfonds-

<sup>327</sup>Dies führt im Gegensatz zu Großbritannien dazu, daß steigende Zinsen trotz der variablen Verzinsung von Immobilienkrediten das verfügbare Einkommen der Haushalte nicht schmälern, sondern erhöhen.

<sup>328</sup>Vgl. Nicoletti Altimari et al. (1995), S. 411f. und S. 416 sowie Arcelli (1989), S. 201 und Lück (1998), S. 279.

<sup>329</sup>Als Referenzmaßstab wird neben Frankreich, Italien und Großbritannien Deutschland in den Vergleich miteinbezogen. Großbritannien ist zwar nicht Gründungsmitglied der EWU, jedoch strebt die britische Regierung für das Jahr 2003 oder 2004 den Beitritt an. Ein besonderes Problem dieses Abschnittes ist es, vergleichbare Finanzstatistiken mit einer einheitlichen definitorischen Abgrenzung der statistischen Merkmale für die betrachteten Staaten zu finden (vgl. auch Bofinger/Hefeker/Pfleger (1997), S. 76). Am geeignetsten erwies sich hierbei das von der BIZ 1995 veröffentlichte Datenmaterial, auf das im folgenden zumeist Bezug genommen wird. Um den Aktualitätsgrad der Untersuchung zu erhöhen, werden zusätzlich – soweit verfügbar – aktuellere Statistiken verwendet und Überlegungen zur seitherigen Entwicklung der Finanzstrukturen der Volkswirtschaften angestellt. Vgl. auch im folgenden Gruber/Ohr (1998).

Gesellschaften. In bankorientierten Finanzsystemen wird Fremdkapital von den Unternehmen überwiegend in Form kurz- und langfristiger Bankkredite aufgenommen, die Bedeutung von Aktienmärkten ist vergleichsweise gering.<sup>330</sup> Im Anlageverhalten der Sparer dominieren dabei Bankprodukte wie z.B. Spar- und Termineinlagen in verschiedenen Ausgestaltungsvarianten.

Innerhalb der EU sind Beispiele für beide Finanzsysteme anzutreffen. Großbritannien gilt als Musterbeispiel für ein marktorientiertes Finanzsystem. So deckten dort 1992 Unternehmen<sup>331</sup> nur knapp die Hälfte ihres gesamten Kreditbedarfs bei Banken. In Frankreich und Deutschland lag die entsprechende Quote zum Vergleich bei rund 80% beziehungsweise 85%. In Italien wurden sogar beinahe 95% aller Unternehmenskredite von Banken vergeben.<sup>332</sup>

Tabelle D.11: Kennzahlen zur Bedeutung der nationalen Aktienmärkte 1996

	Großbritannien	Frankreich	Italien	Deutschland
Zahl der notierten Gesellschaften	2465	683	244	699
Börsenkapitalisierung (in % des BIP)	154	39	22	29
Börsenumsatz (in % des BIP)	38	18	9	33

Quelle: Prati/Schinasi (1997a), S. 34, Tabelle 12 (gerundete Werte); Schmidt (1999), S. 32, Tabelle A.1; eigene Darstellung.

Folgerichtig weist Tabelle D.11 die höchsten Werte für die Kriterien der Börsenkapitalisierung und des Börsenumsatzes für Großbritannien aus. Auch die Zahl der börsennotierten, inländischen Gesellschaften ist ein Mehrfaches höher als in den Vergleichsstaaten. Den Gegenpol bildet Italien. Dort erreichte der Börsenumsatz 1996 nicht einmal 10% des Bruttoinlandsprodukts. Italien und Deutschland gelten daher als typische Beispiele bankorientierter Finanzsysteme. Die Charakterisierung Frankreichs ist dagegen nicht eindeutig.<sup>333</sup> Einst sehr bankorientiert, wurde, wie in Kapitel D.III.2. beschrieben, seit den achtziger Jahren eine Stärkung der Rolle der Finanzmärkte seitens der Politik angestrebt. Dadurch entwickelte sich der französische Geldmarkt inzwischen zum größten seiner Art in Europa. Allgemein setzte in den vergangenen Jahren in Kontinentaleuropa unter den Stichworten der Securisation und der Schaffung einer neuen Aktienkultur eine Entwicklung ein, die das Gewicht der Finanzmärkte sowohl

<sup>330</sup>Für einen Überblick über die in der Theorie bestehenden Ansätze zur Erklärung der Intermediationstätigkeit von Banken im Kreditvermittlungsprozeß, auf die hier nicht eingegangen werden soll, siehe z.B. De Bondt (1998b), S. 273-277 sowie Schmidt/Hackethal/Tyrell (1998), S. 5-7 und die dort angegebene Literatur.

<sup>331</sup>Der Begriff Unternehmen umfaßt hier und im folgenden den Unternehmenssektor ohne Finanzunternehmen.

<sup>332</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 28, Tabelle 6.

<sup>333</sup>Vgl. Schmidt/Hackethal/Tyrell (1997), S. 17-24.

bei der Unternehmensfinanzierung als auch beim Sparverhalten der Anleger erhöhen sollte.<sup>334</sup> Dennoch schreitet dieser Prozeß nur sehr langsam voran, so daß nicht mit einer raschen Angleichung der Finanzsysteme in Großbritannien und Kontinentaleuropa gerechnet werden kann.

Die vorhergehenden Untersuchungen zeigten, daß es auch bei den Bankenstrukturen in den letzten Jahren zu einer deutlichen Angleichung der Systeme in Europa gekommen ist. Das Universalbankensystem setzte sich in unterschiedlichen Facetten immer mehr in allen Ländern durch. Das französische Bankensystem ähnelt nach den umfassenden Reformen in seinen Gruppierungen und in seiner Produktpalette dem deutschen sehr. In Italien setzte eine mit Frankreich vergleichbare Entwicklung später und langsamer ein. Zudem scheint der Prozeß der Universalisierung der angebotenen Finanzdienstleistungen nicht so umfassend zu sein wie in den Partnerländern. Jedoch hat sich die Entwicklung aufgrund einer wachsenden Zahl von Fusionen in der zunehmenden Gewißheit einer Gründungsteilnahme an der EWU seit 1997 beschleunigt. Selbst in Großbritannien hat sich inzwischen ein System herausgebildet, in dem universelle Finanzinstitute die dominierende Rolle spielen. Aufgrund der hohen Bedeutung der Finanzmärkte konnten sich aber kleinere Spezialinstitute in besonderen Aufgabenfeldern behaupten.

Zusammenfassend betrachtet kommt man zu dem Urteil, daß in den vergangenen Jahren eine gewisse Tendenz der Annäherung der Finanzsysteme erfolgt ist. In den einst durch Trennbankensysteme gekennzeichneten Ländern setzte sich inzwischen auch der Typus der Universalbank durch. In den bankorientierten Volkswirtschaften gewinnen die Finanzmärkte langsam an Bedeutung. Jedoch vollzieht sich dieser Wandel nur sehr allmählich, und aufgrund der unterschiedlichen historischen, gesellschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen kann nicht davon ausgegangen werden, daß eine sehr weitreichende Angleichung in Europa in absehbarer Zeit erfolgen wird. Daher werden Volkswirtschaften wie Deutschland und Italien deutlich stärker bankorientiert bleiben als Großbritannien, so daß die ursprünglich getroffene Typisierung – wenn auch grob vereinfachend – weiterhin zutreffend sein dürfte.<sup>335</sup>

Aus Sicht der EZB führt dies zu der Frage, welche geldpolitischen Folgen die Existenz unterschiedlicher Finanzsysteme in Europa haben könnte. So kann argumentiert werden, daß zinspolitische Impulse der Notenbank in einem bankorientierten Finanzsystem mit geringerer Geschwindigkeit und in schwächerem Ausmaß auf die Kreditnehmer übertragen werden als in einem marktorientierten Finanzsystem. Begründet wird diese These mit der empirischen Beobachtung, daß Kreditinstitute bei einer engen Bank-Kunden-Beziehung häufig bereit sind, negative Auswirkungen einer Zinserhöhung auf den Kreditkunden durch eine verzögerte und unvollständige Zinsübertragung abzufedern. Im Gegensatz dazu besteht für die Akteure auf den anonymen

---

<sup>334</sup>Vgl. z.B. Bertero (1994) und Davis (1999), S. 39f.

<sup>335</sup>Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch Schmidt (1999), S. 18f.

Finanzmärkten kein Anlaß, geldpolitische Impulse der Zentralbank abgeschwächt an die Kreditnehmer weiterzugeben.<sup>336</sup>

Wie Tabelle D.12 zeigt, erfolgt im marktorientierten Finanzsystem Großbritanniens tatsächlich eine sofortige und vollständige Übertragung des Zinsschrittes der Notenbank auf das Bankzinsniveau. Hierbei dürfte neben der Marktorientierung des dortigen Finanzsystems auch die seit den Reformen der achtziger Jahre hohe Wettbewerbsintensität im Bankensektor von Bedeutung sein.<sup>337</sup> Zusätzliche Einflußfaktoren, die tendenziell die Anpassungsgeschwindigkeit der Bankzinssätze herabsetzen, stellen eventuelle Markteintrittsbarrieren, Kapitalverkehrskontrollen und ein hoher staatlicher Einfluß im Kreditsektor dar. Finanzinnovationen und eine ausgeprägte Signalfunktion des Leitzinses der Notenbank beschleunigen dagegen den Transmissionsprozeß.<sup>338</sup> Deutschland mit seinem bankorientierten Finanzsystem verkörpert das im Vergleich zu Großbritannien gegenteilige Extrem. Dort reagieren die Kreditzinssätze der Banken einen Monat nach der Leitzinserhöhung noch gar nicht, und auch nach sechs Monaten erfolgt eine Übertragung des monetären Impulses auf die Bankkundschaft nur zur Hälfte.<sup>339</sup> Diese unvollkommene Weiterleitung des Zinsschrittes durch das Geschäftsbankensystem wird meist mit der charakteristisch engen Beziehung zwischen Bank und Unternehmen („Hausbank-Beziehung“) in Deutschland erklärt. In Italien ist anfänglich eine zeitliche Verzögerung festzustellen, wohingegen in Frankreich eine rasche, aber unvollständige Anpassung der Bankkreditzinsen erfolgt.

Tabelle D.12: Auswirkungen einer einprozentigen Leitzinserhöhung auf das Zinsniveau der Geschäftsbanken (in Basispunkten)

	1 Monat	3 Monaten	6 Monaten	12 Monaten
Deutschland	0	36	53	74
Frankreich	51	53	55	58
Italien	19	72	97	106
Großbritannien	100	100	100	100

Quelle: Borio/Fritz (1995), S. 133, Tabelle 9; eigene Darstellung.

<sup>336</sup>Vgl. Borio (1996), S. 81-83.

<sup>337</sup>Dieser empirische Befund widerspricht der Hypothese von Schmidt (1999), S. 20-25, derzufolge sich geldpolitische Schritte der Zentralbank in Großbritannien schwächer auf das Bankensystem auswirken als in Deutschland. Schmidt begründet seine These mit der relativ geringeren Bedeutung der Geschäftsbanken im britischen Finanzsystem. Jedoch ist ein relativ geringes Gewicht des Bankensystems allein noch kein Argument für eine schwächer ausgeprägte Übertragung des Zinsimpulses von der Notenbank auf die Geschäftsbanken. Vielmehr scheint in Großbritannien die enge Konkurrenzbeziehung der Banken zu den Finanzmärkten sowohl beim Einlagen- als auch im Kreditgeschäft relevant zu sein, die die Banken zu einer den Finanzmärkten entsprechenden, raschen Anpassung der Zinssätze zwingt.

<sup>338</sup>Vgl. Cottarelli/Kourelis (1994), S. 19f.

<sup>339</sup>Cottarelli/Kourelis (1994) kommen bei ihren Untersuchungen jedoch zu einem anderen Ergebnis, wonach die Unterschiede zwischen Großbritannien und Deutschland eher gering wären.

Diese auf die unterschiedliche Charakteristik der Finanzsysteme beruhende divergente Übertragung geldpolitischer Impulse auf das Bankzinsniveau in den betrachteten Ländern läßt vermuten, daß die Realwirtschaft in Großbritannien in besonders rascher und ausgeprägter Form auf geldpolitische Schritte der Notenbank reagiert. In Frankreich dürften sich dagegen die Effekte einer restriktiven Geldpolitik nur abgeschwächt über das Bankensystem auf die Realwirtschaft übertragen, so daß hier tendenziell stärkere Impulse notwendig erscheinen, um die gleichen konjunkturdämpfenden Auswirkungen wie in Großbritannien erzielen zu können. In Deutschland und Italien ist der Time-lag der Geldpolitik besonders ausgeprägt, so daß geldpolitische Schritte sich im Vergleich zu den Partnerstaaten nur verzögert auf die Wirtschaft auswirken dürften.<sup>340</sup>

Schließlich soll an dieser Stelle noch darauf hingewiesen werden, daß eine Notenbank die Auswahl der von ihr bevorzugten geldpolitischen Instrumente an der Bank- beziehungsweise Marktorientierung des sie umgebenden Finanzsystems ausrichten muß. Im ersten Fall muß sie versuchen, mit Hilfe ihrer Instrumente gezielt das Geschäftsverhalten der Banken beeinflussen zu können. Daher bieten sich hier bevorzugt Instrumente wie feste Refinanzierungsfazilitäten oder die Mindestreserve an. In marktorientierten Finanzsystemen ist die Geldpolitik dagegen verstärkt auf eine Steuerung der Bedingungen an den Finanzmärkten auszurichten. Hierbei bieten flexible Offenmarktoperationen, z.B. in Form von Outright-Transaktionen, Vorteile. Dieser Argumentation folgend, unterschieden sich die geldpolitischen Instrumente der europäischen Notenbanken lange Zeit recht deutlich und tun dies im Falle Großbritanniens noch heute.<sup>341</sup>

## **2. Vergleich der Finanzstrukturen der privaten Haushalte und Unternehmen**

Neben der prinzipiellen Ausrichtung eines Finanzsystems üben insbesondere Verschuldungsgrad und -struktur beziehungsweise Vermögenshöhe und -zusammensetzung der privaten Haushalte und der Unternehmen entscheidenden Einfluß auf die spezifische Ausgestaltung des geldpolitischen Transmissionsmechanismen in einem Land aus. Daher sollen im folgenden anhand eines Vergleichs dieser Kriterien beurteilt werden, ob sich die nationalen Finanzierungsgewohnheiten und damit die geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa so weit angeglichen haben, daß eine gemeinsame Geldpolitik ähnliche Auswirkungen in allen Teilnehmerstaaten erzielen kann.

### **2.1. Vergleich der Vermögenshöhe und des Verschuldungsgrads privater Haushalte und Unternehmen**

Erster Aspekt der Analyse ist ein Vergleich der Vermögenspositionen der privaten Haushalte (siehe Tabelle D.13). Wie bereits bei den Ausführungen zu den Einzelstaaten angemerkt, fällt hierbei zum einen die hohe Bruttoverschuldung der britischen Haushalte auf. Zum anderen ist die Vermögenssituation der italienischen Haushalte hervorzuheben. Diese verfügen basierend auf einer im weltweiten Vergleich hohen

<sup>340</sup> Vgl. Borio/Fritz (1995), S. 130f.

<sup>341</sup> Siehe Kapitel E.VII.2.

Sparneigung über ein großes Bruttovermögen, ihre Verschuldung ist sehr niedrig, so daß im Ergebnis ihr Nettovermögensposition sehr ausgeprägt ist.<sup>342</sup> Aufgrund des hohen Nettovermögens übersteigen die Zinserträge die Kreditaufwendungen deutlich, so daß italienische Haushalte im europäischen Vergleich die höchste Nettozinsposition besitzen.<sup>343</sup> Dies läßt darauf schließen, daß Zinseinkommenseffekte der Geldpolitik in Italien im internationalen Vergleich eine hohe Bedeutung haben. Die deutschen und französischen Haushalte verfügen über ein etwas geringeres Bruttovermögen, ihre Verschuldung ist durchschnittlich, so daß aufgrund der Vermögensposition die Effekte der Geldpolitik nicht außergewöhnlich sein dürften.

Tabelle D.13: Vermögensstand der privaten Haushalte 1993 (in % des verfügbaren Einkommens)

	Großbritannien	Frankreich	Italien	Deutschland
Bruttovermögen	634	505	629	498
Verbindlichkeiten	102	51	31	77
Nettovermögen	532	454	598	421

Quelle: Kneeshaw (1995), S. 5 und 10 f (gerundete Werte).

Auf Grundlage des hohen Nettovermögens der italienischen Privathaushalte könnte man vermuten, daß in Italien Vermögenseffekte eine bedeutende geldpolitische Rolle spielen. Jedoch setzt sich das Vermögen vornehmlich aus Immobilien und kurzfristigen, beziehungsweise variabel verzinsten Staatsanleihen und Bankeinlagen zusammen (siehe Tabelle D.14).<sup>344</sup> Da die Immobilien überwiegend selbst genutzt werden,<sup>345</sup> stellen Wertschwankungen aufgrund der fehlenden Veräußerungsabsicht keine entscheidende Einflußgröße auf das Konsumverhalten der Haushalte dar. Da darüber hinaus kurzfristige oder variabel verzinst Wertpapiere nur geringen, beziehungsweise Bankeinlagen gar keinen Wertschwankungen unterliegen, sind die Vermögenseffekte in Italien nicht so bedeutend wie ursprünglich annehmbar. Allerdings erhöhte der ausgeprägte Zinsrückgang seit 1997 die Attraktivität der Aktien- und Fondsanlage, so daß deren Bedeutung gestiegen ist.<sup>346</sup> Diese Entwicklung könnte das Gewicht von Vermögenseffekten in der italienischen Geldpolitik zukünftig erhöhen.

In Großbritannien ist der Anteil des Realvermögens im internationalen Vergleich gering. Dagegen wird ein vergleichsweise großer Anteil des Haushaltsvermögens in

<sup>342</sup>Vgl. Buttiglione/Ferri (1994), S. 11-14.

<sup>343</sup>Die Nettozinsposition der italienischen Haushalte belief sich 1993 auf 11,4% des jährlich verfügbaren Einkommens, die entsprechenden Vergleichswerte liegen in Großbritannien bei 5,2%, in Deutschland bei 4,2% und in Frankreich bei 0,2%. Vgl. Kneeshaw (1995), S. 5 und 10f.

<sup>344</sup>Vgl. auch Nicoletti Altinari et al. (1995), S. 409-412.

<sup>345</sup>Vgl. Cutler (1995), S. 261.

<sup>346</sup>Vgl. The Economist vom 19.09.1998, S. 129.



Aktien gehalten.<sup>347</sup> Daher dürften dort Vermögenseffekte, die z.B. durch einen Fall der Aktienkurse nach einer Leitzinserhöhung verursacht werden, eine größere Rolle spielen als in Kontinentaleuropa.

Deutschland und Frankreich liegen bei Betrachtung der Vermögensstrukturen wieder zwischen diesen beiden Extremen. Die Stärkung der Finanzmärkte in Frankreich findet jedoch Ausdruck in einer relativ hohen Gewichtung der Aktien<sup>348</sup> und Fonds im Haushaltsvermögen, so daß mit einer zunehmenden Bedeutung von Vermögenseffekten gerechnet werden könnte. In Deutschland ist der Anteil des Realvermögens, langfristiger Kreditansprüche und von Versicherungsansprüchen überdurchschnittlich hoch. Zwar wirken sich Zinsänderungen grundsätzlich auf den Wert von Immobilien und festverzinslichen Anleihen aus, dennoch ist für die Wirksamkeit des Vermögenseffekts von Bedeutung, wie sehr die Haushalte auf Wertschwankungen ihrer Vermögensgegenstände achten. Beabsichtigt der Inhaber einer Staatsanleihe diese bis zur Endfälligkeit zu halten, dürften periodische Wertschwankungen kaum Einfluß auf sein Konsumverhalten haben.

Tabelle D.14: Vermögensstruktur der privaten Haushalte 1993  
(in % des Gesamtvermögensbestands)

	Großbri- tannien	Frank- reich	Italien	Deutsch- land
<b>Realvermögen</b>	<b>43,8</b>	<b>53,0</b>	<b>58,2</b>	<b>56,3</b>
davon: Immobilien	39,4	41,5	k.A.	k.A.
<b>Finanzvermögen</b>	<b>56,2</b>	<b>47,0</b>	<b>41,8</b>	<b>43,7</b>
davon: Kreditansprüche (Einlagen)	15,9	21,7	26,3	28,9
davon: langfristig (> 1 Jahr)	k.A.	2,4	8,0	14,7
Aktien	7,2	14,6	8,9	2,3
Fonds	1,2	3,4	1,5	k.A.
Versicherungs- und Pensions- ansprüche	30,3	7,2	3,8	12,5
<b>Gesamtvermögensbestand</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis der Daten von Kneeshaw (1995), S. 5 und 10f.

Geht man im Anschluß an die Analyse der Vermögensstrukturen der Haushalte zur Betrachtung des Unternehmenssektors über, so fällt die hohe Verschuldung der deutschen und britischen Unternehmen auf. Deren Finanzverbindlichkeiten beliefen sich 1993 auf 93,9% beziehungsweise auf 81,5% des BIP. Der Verschuldungsgrad italienischer Unternehmen ist dagegen mit nur 59,4% des BIP im internationalen Vergleich

<sup>347</sup> Da diese aber überwiegend in Form von Fondssparplänen (pension funds, personal equity plans) gehalten werden, werden sie in Tabelle D.14 unter Versicherungs- und Pensionsansprüchen ausgewiesen.

<sup>348</sup> Dieser hohe Wert beinhaltet aber auch Aktien von nicht-börsennotierten Unternehmen, deren Wert geringeren Schwankungen unterliegen dürfte. Vgl. Kneeshaw (1995), S. 9.

sehr niedrig. Französische Unternehmen sind mit 67,9% des BIP durchschnittlich verschuldet.<sup>349</sup> Dieser unterschiedlich hohe Grad der Unternehmensverschuldung führt c.p. zu der Vermutung, daß Cashflow-Effekte der Geldpolitik vor allem in Großbritannien und in Deutschland ein bedeutendes Gewicht haben.

Aggregiert man abschließend den Verschuldungsgrad von Haushalten und Unternehmen, so ergibt sich der gesamte Verschuldungsgrad des nicht-öffentlichen Sektors. Wiederum zeigt sich, daß die Verschuldung in Deutschland und Großbritannien mit 125% beziehungsweise 117% des BIP deutlich höher ist als in Frankreich (90%) oder gar in Italien (64%).<sup>350</sup>

## 2.2. Vergleich der nationalen Verschuldungsstrukturen zur Einschätzung der spezifischen Zinssensitivitäten der europäischen Volkswirtschaften

Für eine genauere Beurteilung der Bedeutung von Einkommens- und Cashflow-Effekten in den betrachteten Volkswirtschaften ist zusätzlich zur bisherigen Analyse des Verschuldungsgrads eine Untersuchung der Verschuldungsstruktur notwendig. Denn die Zinssensitivität der Verbindlichkeiten stellt einen zweiten entscheidenden Einflußfaktor auf die Ausgestaltung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in einem Land dar. Die Zinssensitivität der Verbindlichkeiten der Haushalte und Unternehmen wird ihrerseits wieder wesentlich von der Ursprungslaufzeit der Kredite und der Anpassungsfähigkeit der Zinssätze bestimmt.<sup>351</sup>

Tabelle D.15: Anteil kurzfristiger Kreditverträge am Gesamtkreditvolumen 1993 (bezogen auf die Ursprungslaufzeit in %)

	<b>kurzfristig</b>	<b>mittel- bis langfristig</b>
Großbritannien	31	69
Frankreich	17	83
Italien	51	49
Deutschland	16	84

Quelle: Borio (1995), S. 77; eigene Darstellung.

Im allgemeinen gilt dabei, daß zinspolitische Schritte einer Notenbank um so rascher auf die Realwirtschaft einwirken können, je höher die Bedeutung kurzfristiger Kreditverträge in einer Volkswirtschaft ist. Ursache hierfür ist, daß aufgrund der Dominanz kurzfristiger Kredite alljährlich ein hoher Revolvierungsbedarf entsteht. Dabei werden bei Neuabschluß der Verträge die aktuellen monetären Bedingungen berücksichtigt, so daß Zinsschritte der Notenbank rasch einen hohen Anteil des gesamtwirtschaftlichen

<sup>349</sup>Vgl. Kneeshaw (1995), S. 26, Tabelle 5.

<sup>350</sup>Vgl. Borio (1995), S. 67. Angaben für 1993.

<sup>351</sup>Vgl. Borio (1995), S. 80f.

Kreditbestands erfassen. Der Anteil kurzfristiger Kreditverträge ist besonders hoch in Italien (siehe Tabelle D.15). In Deutschland und Frankreich besteht dagegen ein eindeutiges Übergewicht bei den langfristigen Krediten. Großbritannien nimmt gemessen an diesem Kriterium eine mittlere Stellung ein. Aufgrund dieser Ausprägungen der Finanzierungsgewohnheiten ist zu vermuten, daß eine Übertragung von Zinsänderungen der Notenbank auf die Realwirtschaft besonders rasch und ausgeprägt in Italien erfolgt, wohingegen in Deutschland und Frankreich nur allmähliche Effekte zu erwarten wären.

Die Unterscheidung zwischen Krediten mit fester oder mit variabler Verzinsung ist das zweite wichtige Kriterium zur Beurteilung der Zinssensitivität der Verbindlichkeiten. In Tabelle D.16 ist zu erkennen, daß zinsanpassbare Kredite in Großbritannien und Italien eine dominierende Rolle spielen, während in Frankreich und Deutschland Festzinskredite überwiegen.<sup>352</sup> Unterteilt man den Privatsektor nach Haushalten und Unternehmen, so zeigen sich besondere internationale Unterschiede. Während in Frankreich zinsanpassbare Kredite fast ausschließlich von Unternehmen aufgenommen werden, stellt sich die Situation in Großbritannien genau entgegengesetzt dar. Dort dominieren die Haushalte als Schuldner zinsanpassbarer Kredite. In Italien und Deutschland ist die sektorale Aufteilung schließlich relativ ausgeglichen.

Tabelle D.16: Aufteilung des Gesamtkreditvolumens nach dem Kriterium der Zinsanpassbarkeit 1993 (in %)

	insgesamt	Haushalte	Unternehmen
Deutschland	39	36	40
Frankreich	44	13	56
Italien	73	69	77
Großbritannien	73	90	48

Quelle: Borio (1995), S. 84, Tabelle 13 und S. 86, Tabelle 14; eigene Darstellung.

Die vorherrschende Stellung zinsanpassbarer Kredite im britischen Haushaltssektor beruht auf der überragenden Bedeutung variabel verzinsten Immobilienkredite in Großbritannien (siehe Tabelle D.17).<sup>353</sup> In Italien besteht ebenfalls ein Übergewicht an Immobilienkrediten mit variabler Verzinsung, allerdings deutlich schwächer ausgeprägt. In Frankreich liegt hingegen das gegenteilige Extrem vor. Dort bestehen

<sup>352</sup>Vgl. auch Artis/Lewis (1993), S. 53. Zu gewissen Relativierungen und Abgrenzungsproblemen der Kriterien Laufzeit und Zinsanpassung siehe Borio (1996), S. 89-92.

<sup>353</sup>Vgl. Paisley (1994), S. 269f., die ebenfalls auf die sehr enge Korrelation der Zinssätze auf Immobilienkrediten mit dem 3-Monats-LIBOR hinweist. Zwar kam es während der Niedrigzinsphase zu Beginn der neunziger Jahre in Großbritannien zu einem gewissen Bedeutungszuwachs von Festzinsvereinbarungen, jedoch war die Zinsbindungsfrist mit zwei bis fünf Jahren deutlich kürzer als in Kontinentaleuropa. Zudem hat sich dieser Trend in den Folgejahren aufgrund des steigenden Zinsniveaus nicht fortgesetzt. Vgl. McCrone/Stephens (1995), S. 144.

Immobilienkredite fast ausschließlich in Form von Festzinsvereinbarungen. Der überraschend hohe Anteil variabel verzinsten Kredite in Deutschland beruht auf der maximalen Zinsbindungsvorschrift des BGB von zehn Jahren. Trotz ihres Festzinscharakters wurden Kredite mit fünf- oder zehnjähriger Zinsbindung in der vorliegenden Statistik den variabel verzinsten Krediten zugerechnet.<sup>354</sup>

Tabelle D.17: Anpassungsfähigkeit der Zinssätze bei Immobilienkrediten 1993 (in %)

	anpassbarer Zins	Festzins
Großbritannien	90	10
Frankreich	5	95
Italien	75	25
Deutschland	90*	10

\*Der hohe Anteil zinsanpassbarer Kredite ergibt sich durch die Einbeziehung von Krediten mit fünf- und zehnjähriger Zinsbindungsfrist

Quelle: Borio (1995), S. 82; eigene Darstellung.

### 2.3. Zusammenfassende Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen

Die Zusammenfassung der zum Vergleich der nationalen Finanzstrukturen und zur Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen betrachteten Kriterien kommt zu interessanten Ergebnissen. Als erstes läßt sich festhalten, daß das Geschäftsbankensystem in Großbritannien zinspolitische Schritte der Notenbank rasch und vollständig auf die Kundschaft überträgt. Zudem sind britische Haushalte und Unternehmen relativ hoch verschuldet, wobei außerdem zinsanpassbare Kredite überwiegen.<sup>355</sup> Dies läßt den Schluß zu, daß sich geldpolitische Impulse der Zentralbank rasch und ausgeprägt über Einkommens- und Cashflow-Effekte auf die Realwirtschaft übertragen.<sup>356</sup> Die Wirkung des negativen Einkommenseffekts bei Immobilienkrediten wird dabei noch dadurch verstärkt, daß überwiegend junge Familien mit Hypothekarkrediten belastet sind, die gemäß der Lebenszyklustheorie eine besonders hohe Konsumneigung haben.<sup>357</sup>

In Italien erfolgt die Übertragung des geldpolitischen Zinsimpulses über das Geschäftsbankensystem dagegen nur verzögert. Im europäischen Vergleich besonders

<sup>354</sup>Vgl. Borio (1995), S. 81-83.

<sup>355</sup>So entspricht der Wert der privaten Hypothekenkredite in Großbritannien 60% des BIP, in Frankreich dagegen nur 22%. Konsumentenkredite belaufen sich in Großbritannien auf 15% des jährlich verfügbaren Einkommens, der entsprechende Wert liegt in Frankreich bei nur 6,5%. Vgl. Henrot/Levy-Lang (1990), S. 95 und Green (1996), S. 390.

<sup>356</sup>Vgl. Pennant/Rea (1997), S. 17f.

<sup>357</sup>Vgl. Nölling, P. (1997), S. 99.

auffallend ist die niedrige Verschuldung des italienischen Privatsektors, die privaten Haushalte verfügen über eine ausgesprochen positive Nettozinsposition. Dabei dominieren im Vermögen der Haushalte kurzfristige Bankeinlagen und variabel verzinsten Staatsanleihen, so daß die Zinssensitivität des Haushaltsvermögens sehr hoch ist. Auch die Verschuldung der Unternehmen ist im internationalen Vergleich sehr niedrig. Geldpolitisch führen diese Merkmale dazu, daß eine Leitzinserhöhung im Haushaltssektor auf der einen Seite positive Einkommenseffekte erzeugt, wodurch die restriktive Wirkung der Geldpolitik reduziert wird. Die Finanzstrukturen des Unternehmenssektors bewirken zwei gegenläufige Effekte: Im Zuge der geringen Verschuldung der Unternehmen kommt es zu einer verringerten Bedeutung von Cashflow-Effekten, die variable Verzinsung der Verbindlichkeiten erhöht dagegen deren Gewicht.

Die Finanzstrukturen Frankreichs und Deutschlands sind für gewöhnlich nicht durch vergleichbare Extreme gekennzeichnet, sondern entsprechen zumeist dem europäischen Durchschnitt.<sup>358</sup> Die Übertragung des Zinsimpulses der Notenbank durch die Kreditinstitute ist etwas verzögert und unvollständig. In beiden Ländern dominieren Kredite mit Festzinscharakter. Zwar ist die Verschuldung der Haushalte und der Unternehmen in Deutschland relativ hoch, dennoch sind alle Charakteristika zusammenfassend eher durchschnittliche Auswirkungen der Geldpolitik auf die Realwirtschaft in beiden Ländern zu erwarten.

Insgesamt kommt die Analyse der nationalen geldpolitischen Transmissionsmechanismen somit zu dem Urteil, daß bei den Finanzstrukturen der Einzelstaaten der Europäischen Union noch immer nicht zu vernachlässigende Unterschiede bestehen, so daß nicht ausgeschlossen werden kann, daß die Geldpolitik der EZB nicht in allen beteiligten Staaten dieselben realwirtschaftlichen Auswirkungen haben wird.

### **3. Überprüfung der bei der Analyse der nationalen Transmissionsmechanismen gewonnenen Ergebnisse anhand von Modellsimulationen**

Dieses für die gemeinsame Geldpolitik der EZB problembehaftete Ergebnis der bisherigen Analyse soll im folgenden anderen Studien gegenüber gestellt werden. Gestützt auf dieser breiteren Basis wird dann eine abschließende Beurteilung der Problematik möglicher unterschiedlicher Auswirkungen einer einheitlichen Geldpolitik in Folge einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen erarbeitet werden.

#### **3.1. Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich**

Um das Ausmaß der potentiellen Wirkungsdivergenzen abschätzen zu können, führte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 1995 Berechnungen mit Hilfe der volkswirtschaftlichen Strukturmodelle der nationalen europäischen Notenbanken und eines Modells des US Federal Reserve Boards durch.<sup>359</sup> Wie in Abbildung D.5

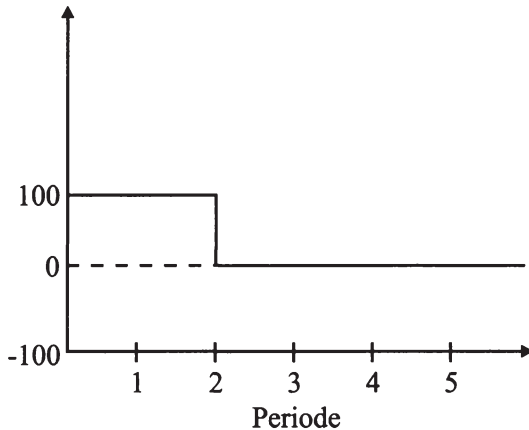
---

<sup>358</sup>Vgl. Fazio (1991), S. 74.

<sup>359</sup>Vgl. BIZ (1995a).

dargestellt, wurde dabei eine auf zwei Jahre begrenzte Erhöhung der Zentralbankzinsen um 100 Basispunkte simuliert.

Abbildung D.5: Angenommene Veränderung des Leitzinsniveaus in der Modellsimulation (in Basispunkten)



Quelle: eigene Darstellung

Die sich nach Berechnungen im Modell des US Federal Reserve Boards ergebenden makroökonomischen Effekte der Leitzinserhöhung sind in Tabelle D.18 dargestellt. Die Simulationsberechnungen erfolgten dabei unter der Annahme flexibler Wechselkurse.<sup>360</sup> Die Verwendung eines einheitlichen Modells für alle Staaten bietet den Vorteil einer guten Vergleichbarkeit der Ergebnisse, da Differenzen in diesem Fall nicht auf unterschiedliche Annahmen beruhen.

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik lassen sich an den Veränderungen des Bruttoinlandsprodukts und der Arbeitslosenrate messen. Die wirtschaftliche Abschwächung fällt in Großbritannien, gemessen am BIP, mit -0,93% im ersten Jahr rascher und stärker aus als in Deutschland (-0,72%), Frankreich (-0,68%) oder Italien (-0,44%). Die restriktiven Effekte der Zinserhöhung verstärken sich in Großbritannien im zweiten Jahr sogar noch (-1,2%), während sie in Frankreich und Deutschland nahezu konstant bleiben und in Italien bereits nachlassen (-0,3%). In Analogie zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts ist der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Großbritannien ausgeprägter als in Deutschland, Frankreich oder gar Italien.

<sup>360</sup>Vgl. Tryon (1995). Im Modell werden dabei rationale Erwartungen und eine identische Wechselkursreaktion in den betrachteten Staaten unterstellt. Reale Auswirkungen der Geldpolitik beruhen auf Preisstarrheiten und Anpassungskosten. Die vereinfachenden Annahmen des Modells schränken den Aussagegehalt der Berechnungen zu einem gewissen Grad ein.



Tabelle D.18: Makroökonomische Auswirkungen einer zweijährigen Leitzinserhöhung im Modell des US Federal Reserve Boards<sup>361</sup>

Periode	1	2	3	4	5
<b>Änderung des realen BIP</b>					
Großbritannien	-0,93	-1,20	-0,31	0,25	0,37
Frankreich	-0,68	-0,70	-0,10	0,16	0,20
Italien	-0,44	-0,30	0,11	0,20	0,20
Deutschland	-0,72	-0,65	-0,03	0,18	0,17
<b>Änderung der Arbeitslosenrate</b>					
Großbritannien	0,77	0,95	0,17	-0,30	-0,37
Frankreich	0,63	0,62	0,05	-0,19	-0,21
Italien	0,38	0,23	-0,14	-0,21	-0,20
Deutschland	0,71	0,62	-0,01	-0,21	-0,19
<b>Änderung des real verfügbaren Einkommens</b>					
Großbritannien	-0,59	-0,92	-0,20	0,22	0,30
Frankreich	-0,21	-0,49	-0,13	0,17	0,24
Italien	0,85	0,77	0,30	0,36	0,34
Deutschland	-0,09	-0,35	-0,07	0,22	0,26

Quelle: Tryon (1995), S. 591-600; eigene Darstellung

Diese divergenten restriktiven Auswirkungen einer Leitzinsanhebung finden ihre Erklärung in der unterschiedlichen Stärke der geldpolitischen Effekte auf das Investitions- und Konsumverhalten in den betrachteten Ländern. Aufgrund der hohen Verschuldung der Unternehmen und der Dominanz variabler Zinsvereinbarungen führen ausgeprägte Cashflow-Effekte zu einem überdurchschnittlich hohen Rückgang der Investitionen in Großbritannien (siehe Tabelle D.19). Der Cashflow-Effekt wird zusätzlich durch eine im Zuge sinkender Aktienkurse erschwerte Kapitalbeschaffung über die Börse verstärkt. In ähnlicher Weise bewirkt die variable Verzinzung der Haushaltsverbindlichkeiten in Verbindung mit der hohen Verschuldung des Haushaltssektors in Großbritannien,<sup>362</sup> daß das verfügbare Einkommen der Haushalte im Zuge einer restriktiven Geldpolitik deutlich sinkt, wodurch die Konsumausgaben gedrückt werden. Insgesamt kommt es in Großbritannien aufgrund des deutlichen Rückgangs der Investitions- und Konsumausgaben zu einer überdurchschnittlichen Reduzierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit letztlich zu einem entsprechenden Abschwächung des Wirtschaftsentwicklung.

<sup>361</sup> Angaben als Abweichungen von der Basislösung in Prozent, Änderung der Arbeitslosenrate in Prozentpunkten.

<sup>362</sup> Paisley (1994), S. 277f. weist darauf hin, daß sich die privaten Haushalte in Großbritannien im Verlauf der achtziger Jahre sogar von Nettogläubigern zu Nettoschuldnern von verzinsten Schuldtiteln entwickelt haben.

Tabelle D.19: Entwicklung der Investitionsausgaben der Unternehmen  
(Abweichungen von der Basislösung in %)

	1. Jahr	2. Jahr
Großbritannien	-2,13	-3,54
Frankreich	-1,49	-2,00
Italien	-1,19	-1,52
Deutschland	-2,20	-2,84

Quelle: Tryon (1995), S. 591-600; eigene Darstellung.

Erwartungsgemäß stellt sich die Situation in Italien gegensätzlich dar. Zwar ist auch dort die überwiegende Mehrheit der Kredite variabel verzinst. Aufgrund der außergewöhnlich hohen Nettozinsposition der Haushalte führt eine Zinserhöhung in Italien, wie aus Tabelle D.18 ersichtlich, sogar zu einer Erhöhung des verfügbaren Einkommens und damit des privaten Konsums.<sup>363</sup> Durch diesen expansiven Effekt auf die Konsumnachfrage wird die restriktive Wirkung der Leitzinserhöhung gedämpft. Aufgrund des niedrigen Verschuldungsgrads der italienischen Unternehmen ist die Stärke des Cashflow-Effekts trotz der Dominanz kurzfristiger und variabel verzinsten Kredite begrenzt, so daß der Rückgang des Investitionsniveaus vergleichsweise gering ist.

Die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik sind in Frankreich und Deutschland stärker als in Italien, aber schwächer als in Großbritannien. Die Dominanz langfristiger Kredite und die unterdurchschnittliche Übertragung der Zinsimpulse im Finanzsektor bewirken eine mittlere Reaktion der Konsum- und Investitionsausgaben. Der ausgeprägtere Rückgang der privaten Investitionen in Deutschland kann mit der im Vergleich zu Frankreich höheren Verschuldung der deutschen Unternehmen und den daraus resultierenden stärkeren Cashflow-Effekten erklärt werden.

Faßt man die Ergebnisse des Modells des US Federal Reserve Boards zusammen, so werden die aus der Analyse der Finanzstrukturen hergeleiteten Erwartungen bezüglich der Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik bestätigt. Die Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung nach einer Leitzinserhöhung ist in Großbritannien am größten, in Italien am geringsten, Frankreich und Deutschland liegen zwischen diesen beiden Extremen. Somit kommt das Modell des US Federal Reserve Boards ebenfalls zu dem Urteil, daß eine einheitliche Zinserhöhung in Europa aufgrund der unterschiedlichen Finanzstrukturen in den einzelnen Staaten noch divergierende realwirtschaftliche Auswirkungen hätte.

In der gleichen BIZ-Studie von 1995 wurde die auf zwei Jahre begrenzte Erhöhung des Leitzinsniveaus auch in den jeweiligen Modellen der nationalen Notenbanken simuliert. Tabelle D.20 gibt hierfür die Ergebnisse wieder.

<sup>363</sup>Vgl. Spaventa (1995), S. 128f., Pauer (1996), S.33 und Ehrmann (1998), S. 19f.

Tabelle D.20: Makroökonomische Auswirkungen einer zweijährigen Leitzinserhöhung in den Modellen der nationalen Notenbanken<sup>364</sup>

Periode	1	2	3	4	5
<b>Änderung des realen BIP</b>					
Großbritannien	-0,35	-0,89	-0,59	0,01	0,24
Frankreich	-0,18	-0,36	-0,20	0,01	0,07
Italien	-0,18	-0,44	-0,34	-0,12	-0,11
Deutschland	-0,15	-0,37	-0,30	-0,07	0,09
<b>Änderung der Arbeitslosenrate</b>					
Großbritannien	0,15	0,83	1,29	0,97	0,46
Frankreich	0,02	0,06	0,07	0,04	0,01
Italien	0,02	0,07	0,11	0,11	0,08
Deutschland	0,08	0,24	0,23	0,08	0,02
<b>Änderung des real verfügbaren Einkommens</b>					
Großbritannien	0,01	-0,31	-0,45	-0,19	-0,10
Frankreich	0,11	-0,05	-0,18	-0,02	0,04
Italien	0,00	0,45	0,93	0,51	-0,15
Deutschland	0,05	0,14	0,22	0,33	0,40

Quelle: Cordier/Ricart (1995), S. 374-379, Nicoletti Altimare et al. (1995), S. 426-433 Dhar et al. (1995), S. 555-561; Jahnke/Reimers (1995), S. 398-403; eigene Darstellung

Die Verwendung nationaler Modelle bietet im Vergleich zum einheitlichen Modell des US Federal Reserve Boards einerseits den Vorteil, länderspezifische Besonderheiten aufgrund des Kenntnisvorsprungs der jeweiligen Zentralbank am ehesten erfassen zu können. Andererseits begrenzt die Verwendung verschiedener Modelle die Vergleichbarkeit der Ergebnisse. So verwendete die Banque de France z.B. eine clay-clay-Produktionsfunktion, die Banca d'Italia dagegen eine putty-clay-Produktionsfunktion. Auch bei der Modellierung der Konsumnachfrage bestanden Unterschiede. So ging die Banca d'Italia von der permanenten Einkommenshypothese aus, wohingegen im Modell der Banque de France die Konsumnachfrage der Haushalte vom laufenden Einkommen abhing. Des weiteren unterstellte die Bank of England bei ihren Berechnungen flexible Wechselkurse, wohingegen die Banque de France den Wechselkurs des Franc gegenüber den sechs wichtigsten Partnerwährungen im EWS als fixiert ansah. Die Banca d'Italia schließlich hielt bei ihren Berechnungen den Wechselkurs der Lira gegenüber allen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen konstant.<sup>365</sup> Die dargestellten Ergebnisse beinhalten daher in sehr unterschiedlichem

<sup>364</sup>Angaben als Abweichungen von der Basislösung in Prozent, Änderung der Arbeitslosenrate in Prozentpunkten.

<sup>365</sup>Diese Annahme kommt bezüglich des Wechselkurseffekts den Bedingungen in der EWU am nächsten, so daß entsprechende Berechnungen der anderen Notenbanken wünschenswert gewesen wären.

Ausmaß Wechselkurseffekte der Leitzinserhöhung. Aufgrund dieser unterschiedlichen Annahmen der nationalen Notenbankmodelle ist die Vergleichbarkeit der Ergebnisse deutlich eingeschränkt.<sup>366</sup>

Auch die Berechnungen in diesen verschiedenen Modellen kommen zu dem Ergebnis, daß die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer Leitzinserhöhung in Großbritannien am stärksten sind. Insbesondere die Arbeitslosigkeit steigt wesentlich stärker an als in den Vergleichsstaaten. Dagegen verliert Italien seine Sonderrolle. Zwar wird auch im Modell der Banca d'Italia eine positivere Entwicklung des verfügbaren Einkommens der Haushalte im Vergleich zu den anderen Staaten konstatiert, jedoch geht die Banca d'Italia in ihrem Modell basierend auf der Lebenseinkommenshypothese nur von einem zeitverzögerten Einfluß des verfügbaren Einkommens auf den Konsum aus,<sup>367</sup> so daß dieser im Gegensatz zum Modell des US Federal Reserve Boards kurzfristig nicht durch den positiven Einkommenseffekt gestützt wird und es insgesamt zu ähnlich restriktiven Auswirkungen der Leitzinsänderung wie in Frankreich kommt.

Faßt man die Modellberechnungen der BIZ-Studie zusammen, so wird der durch die Analyse der Finanzstrukturen entstandene Eindruck bestätigt, daß die einheitliche Geldpolitik der EZB aufgrund der unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in den europäischen Staaten nicht zu vernachlässigende Wirkungsdivergenzen haben könnte.<sup>368</sup> Insbesondere die durch eine gute Vergleichbarkeit gekennzeichneten Berechnungen im einheitlichen Modell des US Federal Reserve Boards weisen Großbritannien und Italien Sonderstellungen zu. Während eine Leitzinserhöhung in Großbritannien einen weit überdurchschnittlichen Rückgang des Wirtschaftswachstums und einen besonders starken Anstieg der Arbeitslosigkeit auslöst, ist die Wirkung einer restriktiven Geldpolitik in Italien vergleichsweise schwach. Dies läßt den Schluß zu, daß die Angleichung der Finanzstrukturen und damit die Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen bisher noch nicht ausreichend ist, um Zielverfehlungen und potentielle Wohlfahrtsverluste einer gemeinsamen Geldpolitik in allen Mitgliedsländern der EWU vermeiden zu können. So müßte z.B. Großbritannien nach einem Beitritt zur EWU damit rechnen, daß eine auf die Erreichung ihres Preisstabilitätsziels gerichtete restriktive Geldpolitik der EZB mit höheren realwirtschaftlichen Kosten verbunden wäre als in den Partnerstaaten, so daß die Opportunitätskosten der Inflationsbekämpfung im EWU-internen Vergleich besonders hoch wären.<sup>369</sup> Eine Aufgabe der geldpolitischen Souveränität wäre somit in Großbritannien aufgrund der extrem hohen Zinssensitivität der britischen Volkswirtschaft mit größeren Gefahren verbunden als in anderen EU-Staaten. Die durch die opting-out-Klausel gewonnene Übergangsfrist sollte Großbritannien daher zu einer Angleichung der Finanzstrukturen an die kontinentaleuropäischen Charakteristika – insbesondere

---

<sup>366</sup>Für eine ausführlichere Beschreibung der einzelnen Modelle vergleiche Dhar/Fisher/Holland/Pain (1995), S. 537-540 und S. 549-553, Cordier/Ricart (1995), S. 364-368, Nicoletti Altimari et al (1995), S. 405-412 und die dort angegebene Literatur.

<sup>367</sup>Vgl. Nicoletti Altimari et al (1995), S. 411-415 und S. 424.

<sup>368</sup>Vgl. auch The Economist vom 28.03.1998, S. 82.

<sup>369</sup>Vgl. Ehrmann (1998), S. 24.

durch eine Erhöhung des Anteils festverzinslicher Kredite und eine Reduzierung der Verschuldung der privaten Haushalte – nützen.<sup>370</sup>

### 3.2. Weitere Studien zur Beurteilung von Unterschieden bei den geldpolitischen Transmissionsmechanismen in Europa

Während die Modelle der BIZ-Studie mit umfassenden Gleichungssystemen arbeiten, wurde in anderen Untersuchungen überwiegend mit Hilfe von vector autoregression (VAR)-Modellen versucht, die auf einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen beruhenden Wirkungsdivergenzen einer gemeinsamen Geldpolitik zu quantifizieren. Im Gegensatz zur BIZ-Studie kommen diese Ansätze zumeist zu dem Schluß, daß die Auswirkungen einer vergemeinschafteten Geldpolitik in den europäischen Staaten weitestgehend einheitlich wären, da sich unterschiedliche Besonderheiten bei den Finanzstrukturen gegenseitig kompensieren würden.<sup>371</sup>

Eine Ausnahme im Rahmen der VAR-Modellansätze stellt die Studie von Ramaswamy/Sloek (1997) dar.<sup>372</sup> Diese kommt zu dem Ergebnis, daß eine restriktive Geldpolitik der EZB die gravierendsten Effekte in Deutschland und Großbritannien hätte. Dort käme es nach elf bis zwölf Quartalen zu einer maximalen Wachstumseinbuße von 0,7% – 0,9%. In Frankreich und Italien wäre der resultierende maximale Wachstumsverlust dagegen bereits nach fünf bis sechs Quartalen erreicht, jedoch wäre die Verminderung des Wachstums mit 0,4% – 0,6% geringer als in der ersten Ländergruppe. Somit kommen Ramaswamy/Sloek (1997) wiederum zu dem Ergebnis, daß die Auswirkungen der EZB-Politik nicht im gesamten Währungsgebiet homogen wären. In einer Staatengruppe ist der restriktive Effekt einer Leitzinserhöhung mit einem geringeren Time-lag, aber auch mit einem schwächeren Rückgang des Wachstums verbunden als in einer zweiten Ländergruppe, so daß erneut zeitliche und quantitative Wirkungsdivergenzen festzustellen sind. Auffallend ist jedoch, daß Ramaswamy/Sloek (1997) in Bezug auf die Stärke der geldpolitischen Effekte zu einer von der BIZ-Studie abweichenden Einstufung der Länder kommen.

Als weiteres Beispiel ist die Studie von Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) aus der Gruppe der zur Beurteilung der geldpolitischen Effekte einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik veröffentlichten Untersuchungen hervorzuheben. Zu Beginn ihrer Ausführungen verweisen die Autoren auf nationale Besonderheiten in den Außenhan-

<sup>370</sup>Vgl. Gruber/Ohr (1997) und Nöbling, P. (1997).

<sup>371</sup>Vgl. z.B. Gerlach/Smets (1995), Barran/Coudert/Mojon (1996), Britton/Whitley (1997) und Ehrmann (1998). Generell kann an den mit wenigen Gleichungen auskommenen VAR-Ansätzen kritisiert werden, daß sie nicht in der Lage sind, alle wesentlichen strukturellen Unterschiede der betrachteten Volkswirtschaften zu erfassen, so daß sie nur begrenzt zur Untersuchung der Auswirkungen unterschiedlicher Finanzstrukturen auf die Geldpolitik geeignet sind. Zudem sind sie aufgrund der Vernachlässigung des durch den Übergang zur EWU entstehenden Strukturbruchs nur sehr eingeschränkt zur Beurteilung der geldpolitischen Effekte einer einheitlichen Leitzinserhöhung in den EWU-Teilnehmerstaaten geeignet. Vgl. Baumgartner/Url (1999), S. 81f.

<sup>372</sup>Einen ausführlichen Überblick über Modellunterschiede und Ergebnisse der verschiedenen Studien bieten Kieler/Saarenheimo (1998), S. 4-12.

delstrukturen, im Verschuldungsgrad der öffentlichen Hand und in der Bedeutung der Investitionsgüterindustrie als Beispiele für Strukturunterschiede, die bereits vermuten lassen, daß eine gemeinsame Geldpolitik nicht für alle Einzelstaaten gleichermaßen effizient durchführbar sei. Im Anschluß nehmen Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) Bezug auf die BIZ-Studie und kritisieren, daß deren Ergebnisse aufgrund bestimmter Annahmen nicht direkt auf die Europäischen Währungsunion übertragbar wären. So weisen die Autoren zu Recht darauf hin, daß die in den volkswirtschaftlichen Modellen der nationalen Notenbanken enthaltenen Wechselkurseffekte der Geldpolitik um die Auswirkungen innereuropäischer Wechselkursveränderungen bereinigt werden müßten, da solche innereuropäische Wechselkursveränderungen in der Währungsunion automatisch wegfielen. Diese Berichtigung sei in der BIZ-Studie zwar in den Fällen Frankreichs und Italiens im Ansatz erfolgt, bei den Berechnungen für Großbritannien und Deutschland sei diese Korrektur jedoch nicht vollzogen worden (siehe oben). Die zweite Schwierigkeit der BIZ-Studie bestünde darin, daß bei den Berechnungen nur von Zinserhöhungen im betrachteten Land ausgegangen worden sei, wohingegen die für die Simulation der EWU relevante gleichzeitige Leitzinserhöhung in den Partnerländern vernachlässigt wurde. In ihren eigenen Berechnungen beabsichtigen Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) daher, eine Bereinigung des Wechselkurseffekts und eine Einbeziehung der parallelen Zinserhöhung in den Partnerländern zu berücksichtigen.

Im Ergebnis ermitteln auch sie, daß eine gemeinsame Geldpolitik sich grundsätzlich unterschiedlich in den beteiligten Volkswirtschaften auswirken dürfte (siehe Tabelle D.21). Ähnlich wie bei Ramaswamy/Sloek (1997) ist jedoch auch bei Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) die Einstufung einzelner Länder abweichend von derjenigen der BIZ-Studie. Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) kommen konträr zu den Berechnungen des US Federal Reserve Boards zu dem Ergebnis, daß die restriktiven Effekte einer Leitzinserhöhung mittelfristig in Großbritannien am schwächsten seien. Sie begründen ihre Schlußfolgerungen damit, daß konjunkturdämpfende Spillover-Effekte in Großbritannien aufgrund der geringen Korrelation des britischen mit dem kontinental-europäischen Konjunkturverlauf am schwächsten ausgeprägt wären. Jedoch ist hierbei kritisch zu hinterfragen, ob Spillover-Effekte eine so hohe Bedeutung besitzen, daß sie die Besonderheiten der nationalen Finanzstrukturen in diesem Ausmaß überkompensieren könnten. Den Berechnungen der BIZ-Studie dürfte daher trotz ihrer Mängel in diesem Punkt eine höhere Plausibilität zu zuweisen sein. Bei Betrachtung der italienischen Wirtschaftsentwicklung infolge einer EZB-Zinserhöhung kommen Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) ebenfalls zu einem konträren Resultat. Ihren Berechnungen zufolge sind die restriktiven Effekte der gemeinsamen Geldpolitik beim Vergleich der vier Staaten in Italien am stärksten. Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) verweisen zwar ebenfalls auf den aus der Zinserhöhung resultierenden positiven Einkommenseffekt, der das verfügbare Einkommen der Haushalte und damit den Konsum erhöht. Sie vertreten jedoch die Auffassung, daß der positive Einkommenseffekt von einem sehr starken negativen Cashflow-Effekt der variabel verzinsten Unternehmensverbindlichkeiten deutlich überkompensiert würde. Diese Argumentation scheint jedoch zumindest angreifbar, wenn die dargestellte hohe Nettogläubigerposition der Haushalte und der geringe Verschuldungsgrad der Unternehmen beachtet wird.



Tabelle D.21: Zinselastizität des Outputs unter Ausschaltung innereuropäischer Wechselkurseffekte

	nach 8-12 Monaten	nach 24 Monaten
Deutschland	-0,54	-1,40
Frankreich	-0,46	-1,54
Italien	-1,11	-2,14
Großbritannien	-0,47	-0,90

Quelle: Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998), S. 26, Tabelle 5.5; eigene Darstellung.

Zusammenfassend betrachtet bestätigt sich der Eindruck, daß die Konvergenz der nationalen Finanzstrukturen und damit der geldpolitischen Transmissionsmechanismen noch nicht so weit fortgeschritten ist, daß unterschiedliche geldpolitische Auswirkungen einer gemeinsamen Geldpolitik vernachlässigt werden könnten.

#### **4. Abschließende Beurteilung der Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen und Ausblick auf Entwicklungstendenzen durch die Einführung des Euro**

Ein mögliches Kernproblem der EWU besteht darin, daß sich die gemeinsame Geldpolitik aufgrund einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen im Zuge weiterhin bestehender nationaler Besonderheiten bei den Finanzstrukturen unterschiedlich auswirkt. Da in einer Währungsunion aber zwangsläufig geldpolitisches Endziel und geldpolitische Maßnahme der supranationalen Zentralbank übereinstimmen, entsteht dadurch die Gefahr, daß die Wirkungsdivergenzen dazu führen, daß das geldpolitische Ziel nicht gleichzeitig und in gleichem Ausmaß in allen Einzelstaaten erreicht wird oder daß dies mit unterschiedlichen realwirtschaftlichen Kosten verbunden sein könnte. Versucht man diese Problematik und potentiell dadurch entstehende Wohlfahrtsverluste in Mitgliedsländern der EWU zu beurteilen, so findet man hierzu bisher nur wenige Studien.<sup>373</sup> Die dabei ermittelten Ergebnisse unterscheiden sich zudem in Abhängigkeit vom jeweils gewählten Modellansatz sehr deutlich. Eine Gruppe der Untersuchungen kommt zu dem Resultat, daß die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik nahezu einheitlich wären, so daß aus dieser Sicht keine ökonomischen Wohlfahrtsverluste zu befürchten wären. Eine zweite, größere Gruppe ermittelt dagegen spürbar unterschiedliche Effekte in den EU-Staaten in Folge einer einheitlichen geldpolitischen Maßnahme der EZB. Innerhalb dieser Gruppe besteht jedoch keine Einigkeit darüber, in welchen Staaten eine gemeinsame kontraktive Geldpolitik mit größeren realwirtschaftlichen Einbußen verbunden wäre und in welchen Ländern die Auswirkungen auf die Ökonomie eher gering wären. Die Analyse der nationalen Finanzstrukturen und der geld-

<sup>373</sup>Die Anwendbarkeit der verschiedenen Modelle auf die EWU und ihre Aussagekraft wird dabei wie gesehen zusätzlich durch spezifische Modellrestriktionen geschwächt. Vgl. auch Baumgartner/Url (1999), S. 78f.

politischen Transmissionsmechanismen in dieser Arbeit haben aber gezeigt, daß die Resultate der Berechnungen von Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998) schwieriger in Übereinstimmung mit den festgestellten Besonderheiten der nationalen Finanzstrukturen zu bringen sind als Ergebnisse der BIZ-Studie.

Auch wenn somit letztlich nicht völlig eindeutig geklärt werden kann, ob, beziehungsweise in welcher Form und in welchem Umfang die einheitliche Geldpolitik der EZB aufgrund einer noch unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen unterschiedliche Auswirkungen in den einzelnen EWU-Staaten haben kann,<sup>374</sup> so sollte diese Problemstellung einer vergemeinschafteten europäischen Geldpolitik zumindest nicht vernachlässigt werden.<sup>375</sup> Denn divergierende realwirtschaftliche Effekte bergen die Gefahr in sich, daß sich die Wohlfahrtssituation einzelner Staaten durch die Aufgabe der nationalen geldpolitischen Souveränität verschlechtert. Dadurch könnte sich die gesamteuropäische Akzeptanz der geldwertorientierten EZB-Politik verringern und es zu einer entsprechenden Belastung der Glaubwürdigkeit der EZB kommen. Dies wäre wiederum für die gesamte EWU mit den im Modell der Zeitinkonsistenz beschriebenen Wohlfahrtseinbußen verbunden.

Ob der inzwischen erfolgte Übergang zu einer einheitlichen europäischen Geldpolitik seinerseits zu einer zügigen Angleichung der nationalen Finanzsysteme und Finanzierungsgewohnheiten führen wird, ist umstritten. Die Befürworter der EWU erwarten eine solche Entwicklung und gehen deshalb davon aus, daß die mit einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen verbundenen Probleme – falls sie überhaupt akzeptiert werden – zeitlich befristet sein werden. Sie begründen ihren Optimismus damit, daß es mit hoher Wahrscheinlichkeit im Zuge der gemeinsamen Geldpolitik zu einer Angleichung der Finanzstrukturen kommen würde. Wenn es der EZB gelänge, über mehrere Jahre eine hohe Preisstabilität in der Währungsunion zu gewährleisten, ginge auch in Staaten, in denen aufgrund der früheren Inflationserfahrungen kurzfristige und variabel verzinsten Kreditvereinbarungen dominierten, der Anreiz für eine derartige Ausgestaltung der Finanzverträge verloren.<sup>376</sup> Im Zuge dieser Entwicklung käme es dann zu einer Angleichung der britischen und italienischen Finanzstrukturen an die Gegebenheiten in Frankreich und Deutschland,<sup>377</sup> so daß eine bedeutende Ursache für unterschiedlich starke Wirkungen der Geldpolitik verloren ginge. Die EZB könnte dann mit Hilfe sich ähnelnder Transmissionsmechanismen ihr Geldwertstabilitätsziel in allen Staaten in gleichem Ausmaß erreichen.

Als ein weiteres Argument für eine rasche Konvergenz der nationalen Finanzstrukturen wird angeführt, daß die Einführung einer gemeinsamen Währung den Wettbewerb im europäischen Markt für Finanzdienstleistungen intensivieren würde. Im Zuge des Wettstreits der Banken um die Kundschaft könnte dann mit einer Angleichung der angebotenen Bankdienstleistungen und der Kreditkonditionen in den Teilnehmerstaaten

<sup>374</sup>Vgl. Kieler/Saarenheimo (1998), S. 12.

<sup>375</sup>Vgl. Schieber/Heinbücher (1996), S. 340f.

<sup>376</sup>Vgl. Pennant-Rea (1997), S. 18.

<sup>377</sup>Vgl. Patat (1996), S. 162, Begg (1997), S. 19, Fels (1998b), S. 34 und Deutsche Bundesbank (1993), S. 95.

gerechnet werden.<sup>378</sup> Jedoch erscheint eine differenziertere Betrachtung dieses Wettbewerbsarguments angebracht, wobei eine Unterscheidung nach verschiedenen Kreditnehmern vorgenommen werden muß. So nehmen multinationale Konzerne und Großunternehmen bereits heute ihr Kapital auf den globalen Finanzmärkten und bei international tätigen Banken auf. Diese Kundengruppe ist daher schon heute weitgehend unabhängig von nationalen Finanzstrukturen, so daß die Einführung des Euro keine weitreichende Folgen für deren Finanzierungsgewohnheiten haben dürfte. Auf der anderen Seite erscheint es trotz der Einführung der Gemeinschaftswährung fraglich, ob kleinere Unternehmen und private Haushalte in volkswirtschaftlich relevantem Umfang Kredite bei einer Bank im Ausland aufnehmen werden. Da daher über diesen Weg nicht mit einer raschen Diffusion länderspezifischer Finanzierungsformen zu rechnen ist, dürften in diesem Sektor der Volkswirtschaft die typischen Finanzierungsgewohnheiten eines Landes bedeutend bleiben.<sup>379</sup> In Ländern wie Deutschland und Italien dominieren aber gerade kleinere Unternehmen, so daß deren Verhalten die Wirtschaftsentwicklung entscheidend prägt.

Wenn es somit eher unwahrscheinlich ist, daß der Impuls zur Angleichung der Finanzstrukturen von den Unternehmen und Haushalten ausgeht, so kann immer noch argumentiert werden, daß die Banken die Einführung des Euro zu einer geographischen Ausdehnung ihres Geschäftsgebiets nutzen könnten. Würden Banken aus dem Streben nach Wachstum und Gewinn ihre Dienstleistungen verstärkt auch ausländischen Kleinunternehmen und Privatpersonen anbieten, so könnte es über den „Import“ von Finanzdiensten zur notwendigen Konvergenz der nationalen Finanzstrukturen kommen. Doch auch dieses Argument erhält bislang wenig empirische Unterstützung. Selbst die im Zuge des europäischen Binnenmarkts erfolgte Abschaffung administrativer Hindernisse ließ die Bedeutung ausländischer Banken im Kleinkundengeschäft in Ländern wie Italien kaum steigen. Daher ist zu vermuten, daß auch dieser Prozeß nur sehr langsam fortschreitet. Als mögliche Gründe, warum es trotz des EU-Binnenmarkts und der Harmonisierung der Kapitalvorschriften für Kreditinstitute noch nicht zur Entwicklung eines einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen in Europa gekommen ist, lassen sich z.B. weiterhin bestehende nationale Regulierungen (Verzinsungsverbot von Sichteinlagen in Frankreich, gesetzliche Einschränkungen der Geschäftstätigkeiten von bestimmten Institutgruppen wie den *building societies* durch das Heimatland, steuerrechtliche Unterschiede oder national spezifische Vorschriften des Wettbewerbsrechts oder des Einlagenschutzes) oder endogene Markteintrittsbarrieren (vertikale Integration der Baufinanzierungsinstitute in Deutschland) als Beispiele nennen.<sup>380</sup> Da diese Probleme auch nicht durch die Schaffung einer Einheitswährung beseitigt werden, kann zwar mit einem allmählichen Bedeutungszuwachs grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen gerechnet werden, aber die Ausbildung eines einheitlichen Marktes für Bankdienstleistungen, eine Angleichung der Finanzstruktu-

<sup>378</sup>Vgl. White (1998), S. 3-13, Ramaswamy/Sloek (1997), S. 12 und Crockett (1994), S. 182f.

<sup>379</sup>Vgl. EZB (1999a), S. 14, Remsperger (1999b), S. 2, White (1998), S. 9 und Johnson (1996), S. 81.

<sup>380</sup>Vgl. Cecchetti (1999), S. 3-5, White (1998), S. 13-17, McCrone/Stephens (1995), S. 208-220 und Schieber/Heinbücher (1996), S. 343f.

ren und daraus resultierend eine Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen dürfte kurzfristig nicht zu erwarten sein.<sup>381</sup>

Ähnliches gilt für die Entwicklung eines einheitlichen Kapitalmarkts in Europa. Der Wegfall des Währungsrisikos wird die Emission und den Handel mit Staatsanleihen, Industrieobligationen und Aktien über die Grenzen hinweg mit Sicherheit fördern. Ein einheitlicher europäischer Kapitalmarkt wird aber nicht bestehen, solange in jedem Land noch unterschiedliche Emissionsanforderungen, Handelsusancen, Überwachungssysteme, Kapitalbesteuerungsverfahren und -sätze sowie Rechnungslegungsvorschriften vorliegen.<sup>382</sup> Die notwendige Harmonisierung oder Angleichung dieser Vorschriften wird aber, wie die Erfahrungen des EU-Binnenmarkts beweisen, noch einige Zeit in Anspruch nehmen.<sup>383</sup> Schließlich stellen die Finanzstrukturen der Teilnehmerstaaten historisch gewachsene Systeme dar, deren Wandel häufig einen längeren Zeitraum erfordert. So kommen z.B. Borio und Schmidt zu dem Ergebnis, daß bislang – trotz des EU-Binnenmarkts – kaum eine Tendenz zur Angleichung der Finanzstrukturen in Europa zu erkennen sei.<sup>384</sup> In der Europäischen Währungsunion werden daher zumindest noch während einer längeren Übergangsperiode unterschiedliche Finanzstrukturen fortbestehen, so daß die potentiellen Gefahren einer einheitlichen Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzsystemen nicht ignoriert werden sollten.<sup>385</sup>

Des weiteren wurde zu Beginn des Kapitels festgestellt, daß eine erfolgreiche, effiziente Geldpolitik der EZB um so wahrscheinlicher ist, je detaillierter die Kenntnisse der europäischen Notenbank über die monetären Transmissionsmechanismen in ihrem Währungsgebiet sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht sind. Die geringe Zahl diesbezüglicher Veröffentlichungen (insbesondere seitens der EZB selbst) und die weite Streuung der Ergebnisse entsprechender Modellberechnungen lassen den Schluß zu, daß die Kenntnisse der EZB über die genaue Wirkungsweise ihrer Maßnahmen in den einzelnen Volkswirtschaften derzeit noch nicht ganz zufriedenstellend sind.<sup>386</sup> Somit scheint bei dieser Voraussetzung für eine erfolgreiche vergemeinschaftete Geldpolitik zu Beginn der Europäischen Währungsunion noch Nachholbedarf zu bestehen. Die Unsicherheit der Zentralbank über die Auswirkungen ihrer geldpolitischen Schritte könnte – zumindest bis die EZB ausreichende praktische Erfahrungen gesammelt hat – dazu führen, daß die einheitliche Geldpolitik in einzelnen EWU-Staaten im Vergleich zur bisherigen nationalen Geldpolitik mit gewissen Effizienzverlusten verbunden ist.

Abschließend bleibt somit festzuhalten, daß die Problematik einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen und eines beschränkten Kenntnisstands über die spezifischen Auswirkungen der Geldpolitik in der EWU ein

---

<sup>381</sup> Vgl. Davis (1999), S. 50.

<sup>382</sup> Vgl. Lumpkin (1999), S. 36 und Davis (1999), S. 49f.

<sup>383</sup> Vgl. The Economist vom 21.11.1998, S. 75f.

<sup>384</sup> Vgl. Borio (1996), S. 106 oder Schmidt (1999), S. 25-27.

<sup>385</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998), S. 34.

<sup>386</sup> Vgl. Remsperger (1998b), S. 3 und Köhler (1998), S. 49.

nicht unbedeutendes Problem für die vergemeinschaftete europäische Geldpolitik darstellt. Zudem dürfte die gelegentlich geäußerte Erwartung nicht erfüllt werden, daß die Einführung des Euro in sehr kurzer Zeit über einen verstärkten Wettbewerb im Finanzsektor und der Herausbildung eines homogenen Kapitalmarkts zu einer Angleichung der nationalen Finanzstrukturen und Finanzierungsgewohnheiten führen wird. Daher dürfte diese Fragestellung noch für einige Zeit in der Europäischen Währungsunion von Relevanz sein.





## **E. Der Unabhängigkeitsgrad einer Notenbank als institutionelles Kriterium der Stabilitätskultur: Ein Vergleich der Stellung, Aufgaben und Instrumente der Bank of England, der Banque de France und der Banca d'Italia mit der Europäischen Zentralbank**

In Kapitel B wurde die Schaffung einer unabhängigen, allein auf das Geldwertstabilitätsziel verpflichteten Notenbank als ein möglicher institutioneller Ausweg aus der Zeitinkonsistenzproblematik diskretionärer Geldpolitik und zur Erzeugung geldpolitischer Glaubwürdigkeit vorgeschlagen. In Anlehnung an dieses theoretische Ergebnis wurde in Artikel 107 EGV festgelegt, daß nur Staaten Mitglied der EWU werden können, deren Notenbanken formal unabhängig sind. Nach einer allgemeinen Betrachtung der Teilaspekte sowie der Vor- und Nachteile einer unabhängigen Zentralbank soll in diesem Kapitel untersucht werden, ob beziehungsweise wie die hier betrachteten Staaten diese formale Bedingung der EWU-Teilnahme in nationales Recht umgesetzt haben. Dabei beschränken sich die Darstellungen nicht auf eine Momentaufnahme der Gegebenheiten vor dem Übergang zur EWU. Stattdessen sollen mittels der Analyse der geschichtlichen Entwicklung der Rechtsstellung und der Aufgaben der jeweiligen Zentralbank erste Hinweise auf die Gewichtung des Geldwertstabilitätsziels und damit der Stabilitätskultur des Landes gewonnen werden.<sup>1</sup> Ein wichtiger Einzelaspekt dieser Analyse ist hierbei die Frage, ob die nationale Wirtschaftspolitik bei der Entwicklung eines an den Erfordernissen des Landes angepaßten Policy-Mix an das Zusammenwirken mit einer unabhängigen Zentralbank gewöhnt ist, so daß der Übergang zur EWU mit möglichst geringen Anpassungskosten verbunden ist.

Als zweites wird in diesem Kapitel ein Überblick gegeben werden, welche Instrumente die jeweilige Notenbank bislang bevorzugt zur Erreichung ihrer Ziele angewendet hat. Dadurch soll zum einen beurteilt werden können, ob es im Vorfeld der EWU zu einer Konvergenz der geldpolitischen Instrumentarien und des Implementierungsprozesses der Geldpolitik gekommen ist. Auf Basis dieser Untersuchungen wird ein Vergleich mit dem Instrumentarium der EZB erfolgen. Kommt man dabei zu dem Ergebnis, daß nicht zu vernachlässigende Unterschiede bestanden, die z.B. durch strukturelle Besonderheiten des nationalen Finanzsystems verursacht wurden, so deutet dies darauf hin, daß der Übergang zu einem europaweit einheitlichen Instrumentarium der Geldpolitik in der betroffenen Volkswirtschaft mit einem Strukturwandel und damit Anpassungskosten verbunden ist. Schließlich wird in der in Kapitel F folgenden Untersuchung der geldpolitischen Geschichte der drei Staaten auf die Darstellung der geldpolitischen Instrumente der Zentralbanken zurückgegriffen werden.

---

<sup>1</sup> Jedoch muß beachtet werden, daß eine hohe Stabilitätskultur in einer Gesellschaft nicht zwangsläufig mit einer unabhängigen Notenbank verbunden ist. Als eine in der Realität bestehende Abweichung von dieser Regel kann Japan angesehen werden. Die dort seit langer Zeit erreichte hohe Geldwertstabilität deutet auf eine hohe wirtschaftspolitische Priorität für dieses Ziel hin. Dennoch war die Bank of Japan bis vor kurzem zumindest formal von der Regierung abhängig. Erst ein Reformgesetz im April 1998 erhöhte ihre formale Autonomie. Vgl. Bork (1999), S. 30 und BIZ (1997), S. 67.

## **I. Theoretische Darstellung der Aspekte, Vor- und Nachteile von Notenbank-unabhängigkeit**

### **1. Beschreibung der Komponenten der Zentralbankunabhängigkeit**

Im Rahmen des Zeitinkonsistenzmodells wurde die Institutionalisierung einer unabhängigen, auf das Geldwertstabilitätsziel verpflichteten Notenbank als ein möglicher Weg zur Überwindung geldpolitischer Glaubwürdigkeitsprobleme abgeleitet. Dabei sollte jedoch beachtet werden, daß die Unabhängigkeit der Zentralbank in institutioneller Hinsicht stets durch die Notwendigkeit einer gesetzlichen Grundlage eingeschränkt wird. Besitzt das Zentralbankstatut jedoch Verfassungsrang, so daß zu seiner Änderung eine qualifizierte Mehrheit erforderlich ist, wird die institutionelle Autonomie der Zentralbank gestärkt. Die Unabhängigkeit einer Notenbank umfaßt mehrere Komponenten, die im folgenden dargestellt werden.<sup>2</sup>

Die personelle Unabhängigkeit einer Notenbank ist allgemein dann gewährt, wenn staatliche Institutionen und gesellschaftliche Gruppierungen möglichst wenig Einfluß auf Entscheidungen der Zentralbankleitung haben. Dies beinhaltet eine entsprechende Ausgestaltung der Entlohnungsmodalitäten, der Amtszeiten und der Wiederberufungs- oder Absetzungsregelungen der Zentralbankmitglieder. Darüber hinaus muß auch gewährleistet sein, daß für die Notenbankakteure kein Anreiz entsteht, sich bei ihren Entscheidungen äußeren Einflüssen anzupassen.

Weitere Determinante der Zentralbankautonomie ist die funktionelle Unabhängigkeit der Notenbank. Entscheidende Elemente hierbei sind die Ungebundenheit der Notenbank von Regierungsanweisungen sowie eine eindeutige, gesetzliche Ziel- und Aufgabenstellung. Dadurch soll verhindert werden, daß Partikularinteressen der Regierung und anderer gesellschaftlicher Gruppen einen nicht zielgerechten Einfluß auf die Ausgestaltung der Geldpolitik nehmen. Zusätzlich erfordert die funktionelle Unabhängigkeit, daß die Notenbank frei über die Anwendung ihres Instrumentariums entscheiden kann (instrumentelle Unabhängigkeit). Dies beinhaltet auch, daß der Zentralbank zur Vermeidung von unnötigen Zielkonflikten ein effizientes Instrumentarium zur Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele zur Verfügung stehen muß. Ferner ist zu fragen, ob die Notenbank die Entscheidungskompetenz bei währungspolitischen Fragestellungen besitzt. Die Einbindung der Währung in ein Wechselkurssystem und dessen Ausgestaltung beeinflussen maßgeblich die geldpolitische Entwicklung einer Volkswirtschaft. Liegt die Entscheidungskompetenz über eine Einbindung der Landeswährung in ein Wechselkurssystem oder über Paritätsanpassungen nicht bei der Zentralbank, so ist deren Unabhängigkeit eingeschränkt.

Wichtiger Bestandteil der finanziellen Unabhängigkeit der Notenbank ist das Verbot einer Kreditgewährung an den Staat. Dies gewährleistet, daß die Regierung nicht durch die Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten eine unerwünschte Ausdehnung der Geldmenge verursachen kann. Zusätzlich muß die Zentralbank über eigene Ein-

<sup>2</sup> Vgl. auch im folgenden Caesar (1994), S. 6-8 oder Alesina/Grilli (1992), S. 71f.

nahmequellen verfügen, um ihre Aufwendungen selbständig decken zu können und nicht in finanzwirtschaftliche Abhängigkeit zu kommen. Desweiteren beinhaltet die finanzielle Unabhängigkeit das Recht der Zentralbank, über die Verwendung des erzielten Gewinns selbst zu entscheiden.<sup>3</sup>

Diese Elemente der formalen Unabhängigkeit einer Notenbank sind jedoch für die Ausgestaltung einer unabhängigen Geldpolitik nicht ausreichend. Zusätzlich wird die materielle Unabhängigkeit der Zentralbank von den ökonomischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen bestimmt.<sup>4</sup> So zeigte sich z.B. in Frankreich, daß mit steigender Arbeitslosigkeit der Druck auf die Notenbank wächst, eine verstärkt wachstums- und beschäftigungsorientierte, expansive Geldpolitik zu betreiben. Nur wenn in der Gesellschaft das Ziel der Geldwertstabilität fest verankert ist, kann die Notenbank diese Ziel beständig erreichen.<sup>5</sup> In den Worten des Chefvolkswirts der EZB ausgedrückt: „Jede Gesellschaft hat letztlich die Inflationsrate, die sie verdient und im Grunde auch will.“<sup>6</sup>

## 2. Vor- und Nachteile von Zentralbankautonomie

Die Vorteilhaftigkeit der Unabhängigkeit einer Notenbank zur Erreichung und Sicherung von Geldwertstabilität setzt sich aus verschiedenen Argumenten zusammen. Ist die Notenbank an Anweisungen der Regierung gebunden, besteht die Gefahr, daß das Preisstabilitätsziel zugunsten von kurzfristigen Wachstums- und Beschäftigungszielen vernachlässigt wird.<sup>7</sup> Durch eine unabhängige Zentralbank kann die Vermischung geldpolitischer Aufgaben mit damit nicht direkt zusammenhängenden Politikbereichen wie z.B. sozialpolitischen Problemen oder tagespolitischen Ereignissen vermieden werden. Auf dieses politische Argument stützt sich im wesentlichen – wie gesehen – die Argumentation des Zeitinkonsistenzmodells für eine unabhängige Notenbank.

Für die Unabhängigkeit von Weisungen politischer Organe spricht zusätzlich das ökonomische Argument, daß nur auf diese Weise den Kreditfinanzierungs- und Seignorgewünschen des Staates und damit einer unkontrollierten Geldschöpfung begegnet werden könne. Ferner vermeidet die alleinige geldpolitische Zuständigkeit der Notenbank langwierige Entscheidungsprozeduren, so daß der „inside lag“ verringert werden kann (technisches Argument).<sup>8</sup>

<sup>3</sup> Dieses Recht beläßt der Notenbank zum einen die Kontrolle über die mit der Gewinnausschüttung verbundene Geldmengenausdehnung. Zum anderen besteht dadurch für die Regierung eine geringere Motivation, Druck auf die Notenbank in Richtung der Erzielung höherer Gewinne, etwa durch eine Ausdehnung der Geldmenge (Seignorage-Gewinn), auszuüben. Vgl. Lück (1998), S. 80.

<sup>4</sup> Vgl. z.B. Ohr (1998), S. 19-21 oder Hayo (1998), S. 244-246.

<sup>5</sup> Vgl. Posen (1993), S. 41-53, insbesondere S. 46f. und Schlesinger (1991), S. 238.

<sup>6</sup> Issing (1992), S. 8.

<sup>7</sup> Im Hintergrund des Arguments stehen polit-ökonomische Auffassungen, denen zu Folge eine Regierung vorrangig an ihrer Wiederwahl interessiert sei und deswegen kurzfristige Wachstums- und Beschäftigungseffekte sowie eine Finanzierung ihrer Ausgaben über Geldschöpfung statt Steuererhebung bevorzuge. Vgl. Filc (1994), S. 700.

<sup>8</sup> Vgl. Ohr (1996d), S. 226f.

Gegen die Unabhängigkeit der Notenbank sprechen jedoch auch ökonomische Überlegungen. So erfordert eine optimale Wirtschaftspolitik eine sinnvolle Kombination von Fiskal- und Geldpolitik (policy-mix). Insbesondere in Großbritannien besteht die Meinung, daß dieses Ziel nur erreicht werden könne, wenn die Notenbank im direkten Einflußbereich der Regierung stünde. Auch aus staatspolitischer Sicht sei eine weitgehend unabhängige Notenbank als demokratisch nicht legitimer und kontrollierter „Staat im Staat“ bedenklich.<sup>9</sup>

Empirische Studien<sup>10</sup> haben gezeigt, daß unabhängige Notenbanken, die sich auf eine breite gesellschaftliche Zustimmung ihrer Politik stützen können, mehrheitlich bessere Ergebnisse bei der Geldwertstabilität erreichten als abhängige Zentralbanken, ohne daß dabei andere Kosten etwa in Form größerer Schwankungen des Volkseinkommens entstehen („free lunch“). Daher scheint der Schluß richtig, daß die Unabhängigkeit der Notenbank die Erreichung des Preisstabilitätsziels fördern kann.

Auf Basis dieser theoretischen Überlegungen sollen im folgenden die Rechtsstellungen, Aufgaben und Konzeptionen der Bank of England, der Banque de France und der Banca d'Italia untersucht werden.

## **II. Die Bank of England**

### **1. Die Funktionen und Organe der Bank of England und ihr Verhältnis zum Schatzamt**

#### **1.1. Die Bank of England als integraler Bestandteil der Exekutive**

Die Bank of England wurde 1694 als private Aktienbank gegründet.<sup>11</sup> Ihre Hauptaufgabe war die Versorgung des Staates mit Geld. Als Gegenleistung bekam sie das Recht, Bankgeschäfte betreiben und Banknoten ausgeben zu dürfen. Die Bank of England genoß seit ihrer Gründung eine Sonderstellung im Bankenwesen, sie konnte jedoch bis ins letzte Jahrhundert nicht als eine den anderen Geschäftsbanken übergeordnete Zentralbank angesehen werden, sondern war vielmehr „die Erste unter Gleichen“. Erst im Zuge der Bankkrisen des 19. Jahrhunderts wurde ihre Stellung durch den Bank Charter Act of 1844 (Peelsche Bankakte) gestärkt, als sie das Monopol auf die Ausgabe von Banknoten für England und Wales<sup>12</sup> erhielt. Ziel des Monopols war

<sup>9</sup> Vgl. Johnson (1996), S. 72f.

<sup>10</sup> Am bekanntesten die Studie von Alesina/Summers (1993). Für einen Überblick siehe Eijffinger/De Haan (1996).

<sup>11</sup> Vgl. auch im folgenden Bank of England (1995a), Paprotzki (1991), S. 64-70 und Roth (1989), S. 71-82.

<sup>12</sup> In Schottland und Nordirland dürfen heute noch die großen Banken eigene Banknoten emittieren. Allerdings wird eine fast vollständige Deckung mit Banknoten der Bank of England verlangt.

es, eine wirkungsvolle Kontrolle über den Banknotenumlauf zu gewinnen, um so eine zu dynamische, krisenanfällige Geld- und Kreditschöpfung zu verhindern.<sup>13</sup>

1946 wurde die Bank of England durch den Bank of England Act verstaatlicht und ist seither im Besitz des Schatzamtes. §4, als wichtigste Bestimmung des Gesetzes, billigte dem Schatzamt ein Weisungsrecht gegenüber der Bank of England zu. Diese war also funktionell von der Regierung abhängig.<sup>14</sup> Begründet wurde dies mit dem in Großbritannien geltenden Verfassungsprinzip von der Verantwortlichkeit der Regierung („responsible government“). Diesem Prinzip folgend darf in Großbritannien eine nicht-richterliche Institution wie die Zentralbank aufgrund ihrer Machtstellung nicht ohne zumindest indirekte demokratische Legitimation sein.<sup>15</sup> Auch wenn das Schatzamt nicht direkt von seiner Weisungsbefugnis Gebrauch machte, so war es doch der Schatzkanzler (Chancellor of the Exchequer), der den Weg der Geldpolitik in ihren Wesenszügen bestimmte.<sup>16</sup> Auch etwaige Geldmengenziele (in Großbritannien von Mitte der siebziger Jahre bis Ende der achtziger Jahre in Gebrauch) wurden von der Regierung festgelegt und nicht durch die Bank of England. Der Bank of England kam allerdings eine beratende Funktion zu, da das Schatzamt nicht über die notwendige Marktkennntnis verfügte.<sup>17</sup>

Sucht man weitere Aufgaben der Bank of England, so fällt auf, daß diese nicht gesetzlich fixiert, sondern historisch gewachsen sind und auf Tradition beruhen. Die Bank of England selbst sieht ihre drei Hauptaufgaben in der Aufrechterhaltung des Wertes der Währung (sowohl binnen- als auch außenwirtschaftlich), in der Sicherstellung der Stabilität des Finanzsystems und in der Förderung der Effektivität und der Wettbewerbsfähigkeit der Londoner Finanzmärkte.<sup>18</sup>

Die Aufgaben im einzelnen lassen sich in Zusammenhang mit den einzelnen Kundengruppen der Bank of England ableiten.<sup>19</sup> Als Bank der Banken führt sie die Konten der britischen Geschäftsbanken, über die der bargeldlose Zahlungsverkehr abgewickelt wird, fungiert über die Diskonthäuser als lender of last resort und führte bis 1997 die Bankenaufsicht<sup>20</sup> durch. Eine Besonderheit stellt die Vermittlerrolle dar, die die Bank

<sup>13</sup> Das Gesetz sah eine Begrenzung des nicht durch Gold gedeckten Notenumlaufs vor. Zudem teilte es die Bank of England in zwei Abteilungen. Das Issue Department, zuständig für die Notenausgabe, und das Banking Department, zuständig für das Bankgeschäft und heute auch für geldpolitische Maßnahmen.

<sup>14</sup> Im Gegensatz dazu ist die Deutsche Bundesbank seit ihrer Gründung gemäß § 12 Satz 2 BbankG funktional unabhängig von der Bundesregierung.

<sup>15</sup> Vgl. Lück (1994b), S. 312 und 314.

<sup>16</sup> So bestimmte der Schatzkanzler z.B., ob und in welche Richtung die Bank of England ihre Zinssätze verändern sollte.

<sup>17</sup> Generell mußte der Einfluß der Bank of England doch höher eingeschätzt werden. Ihre engen Kontakte zu den Geschäftsbanken und deren räumliche Konzentration auf die City of London erlaubten es ihr, einen großen Teil der Geldpolitik „geräuschlos“ zu erledigen.

<sup>18</sup> Vgl. Bank of England (1995a), S. 1.

<sup>19</sup> Vgl. Harrington (1996), S. 158f. und The Economist vom 28.08.1993, S. 18.

<sup>20</sup> Auch in diesem Bereich erst seit 1979 mit gesetzlichem Auftrag.

of England in besonders schweren Fällen von Unternehmenskonkursen und Kreditvertragsstreitigkeiten einnimmt.

Als Bank der Regierung hatte sie bis zur Reform von 1997 in Fragen der Geldpolitik nur beratende Funktion und übernahm anschließend die Umsetzung der vom Schatzamt getroffenen geldpolitischen Beschlüsse. Daneben unterhalten die Ministerien ihre Konten bei der Bank of England. Bis vor kurzem war sie auch für die Finanzierung der Staatsschulden und deren Verwaltung (debt management)<sup>21</sup> zuständig. Dabei war die Bank of England bei Neuemissionen dazu verpflichtet, nicht vom Kapitalmarkt aufgenommene Staatsanleihen in ihren eigenen Bestand zu nehmen und so indirekt Kredite an das Schatzamt zu vergeben.<sup>22</sup> Eine gesetzliche Regelung oder Limitierung der Staatsverschuldung bei der Bank of England gab es nicht. Allerdings wurden Schuldenbegrenzungen parlamentarisch im Appropriation Act festgelegt.<sup>23</sup> Zusätzlich räumt die Bank of England der Regierung auch offene Kassenkredite ein, die als „ways and means“ bezeichnet werden. Im Zusatzprotokoll zum Maastrichter Vertrag ließ sich Großbritannien die Sonderregelung zusichern, im Gegensatz zu den anderen Vertragsstaaten noch in der zweiten Stufe zur Währungsunion diese Kassenkredite beibehalten zu dürfen.<sup>24</sup> Zudem stellt die Bank of England den Diskonthäusern Liquidität zum Erwerb der Schatzwechsel zur Verfügung und finanziert so indirekt einen Teil des Budgetdefizits durch Geldschöpfung. Dadurch ist die finanzielle Unabhängigkeit der Bank of England noch nicht gewährleistet.

Die Bank of England verwaltet außerdem das Devisenausgleichskonto (exchange equalisation account), in dem die Regierung ihre Gold- und Devisenreserven hält,<sup>25</sup> und führt damit Interventionen auf dem Devisenmarkt durch. Allerdings liegt das Recht, ein bestimmtes Wechselkursniveau als Zielgröße festzulegen, wieder bei der Regierung. Als Notenbank ist die Bank of England außerdem für die Notenausgabe zuständig.

An der Spitze der Bank of England steht das Direktorium (Court of Directors) und an dessen Spitze der Governor. Die Mitglieder des Direktoriums<sup>26</sup> werden von der Krone auf Vorschlag des Premierministers ernannt. Der Premierminister stützt sich dabei auf die Empfehlungen seines Schatzkanzlers. Dies läßt vermuten, daß dieser eine Person als Governor auswählt, die weitestgehend seine Auffassungen teilt. Konflikte zwi-

<sup>21</sup> Sie führte das öffentliche Schuldenregister und betrieb Kurspflege bei den Regierungsanleihen.

<sup>22</sup> Vgl. Lawson (1992), S. 115.

<sup>23</sup> Vgl. Lück (1994b), S. 314.

<sup>24</sup> Vgl. Bestimmung 11 des Protokolls über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland des EGV. Diese Regelung steht im Widerspruch zu Artikel 104 Absatz 1 des Maastrichter Vertrags und müßte bei einem Beitritt Großbritanniens zur EWU geändert werden.

<sup>25</sup> In Deutschland gehören die Gold- und Währungsreserven dagegen der Bundesbank.

<sup>26</sup> Governor und Stellvertreter (Deputy Governor) werden auf fünf Jahre, die übrigen Direktoren auf vier Jahre ernannt. Eine Wiederernennung ist möglich. Von den 16 Direktoren sind dies nur vier im Hauptberuf, die restlichen kommen von Banken, Unternehmen und Gewerkschaften und sind nur nebenberuflich tätig. Jährlich scheiden im Rotationsverfahren vier Direktoren aus. Vgl. Lück (1994b), S. 314.



schen Schatzamt und Governor werden so zwar größtenteils vermieden, jedoch wird dadurch die persönliche Unabhängigkeit der Bank of England wesentlich eingeschränkt.

Entscheidungen von zentralbankpolitischer Bedeutung wurden nicht im Direktorium, sondern bis 1997 im Committee of Treasury, einem ständigen Ausschuß, der sich aus dem Governor, seinem Stellvertreter und sechs Direktoren zusammensetzte, getroffen. Zinspolitische Schritte wurden jedoch bei Treffen des Schatzkanzlers mit dem Governor abgesprochen. Diese Gespräche fanden in der Regel einmal monatlich statt. Dabei schilderte zuerst der Governor seine Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und die von ihm als notwendig erachteten zinspolitischen Schritte. Anschließend entschied der Schatzkanzler, ob er dem Rat des Governors folgte oder nicht. Ein Kurzprotokoll des Treffens wurde seit 1992 im Zuge einer neuen Informationspolitik, die über eine Erhöhung der Transparenz geldpolitischer Entscheidungen die Glaubwürdigkeit erhöhen sollte, nach einer sechswöchigen Frist veröffentlicht. Der gewünschte Prestigegewinn wurde jedoch nicht erreicht. Stattdessen verdeutlichten die Protokolle 1995/96 zunehmende Unstimmigkeiten zwischen Schatzkanzler Kenneth Clarke, der sich auch aus wahlkampfaktischen Gründen gegen Zinserhöhungen aussprach, und Governor Edward George, der zur Bekämpfung latenter Inflationsgefahren präventive Zinserhöhungen befürwortete.<sup>27</sup>

Zusammenfassend stellte man fest, daß die Bank of England mehr Aufgaben als andere Zentralbanken hatte. Zudem wurde ihre Unabhängigkeit durch einige dieser Aufgaben eingeschränkt. Sie war funktionell, finanziell und personell von der Regierung abhängig. Insbesondere die Verpflichtung des debt management im Auftrag des Schatzamtes begrenzte die instrumentelle Unabhängigkeit der Bank of England, da es zu Zielkonflikten zwischen dieser Aufgabe und geldpolitischen Erfordernissen kommen konnte.<sup>28</sup> Im britischen Staatsaufbau war die Bank of England somit zwar nicht formal, aber ihrer faktischen Stellung nach als Behörde der Exekutive in den Regierungsapparat eingegliedert.<sup>29</sup>

## **1.2. Die Stärkung der Unabhängigkeit der Bank of England 1997 als Maßnahme zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der britischen Geldpolitik**

Nach dem Wahlsieg der Labour-Partei im Mai 1997 erfolgten erste Schritte zur Reformierung der Stellung und der Unabhängigkeit der Bank of England gegenüber dem Schatzamt. Der neue Schatzkanzler, Gordon Brown, übertrug der Zentralbank die Kompetenz für die Zinspolitik und erhöhte damit die operative Unabhängigkeit der

<sup>27</sup> Vgl. The Economist vom 05.08.1995, S. 17.

<sup>28</sup> Vgl. The Economist vom 28.08.1993, S. 18 und S. 67f. So konnte es sein, daß das Schatzamt etwa vor der Ausgabe neuer Staatsanleihen die Stützung der Kurse der gilts im Sekundärmarkt verlangte, um eine möglichst reibungslose Emission zu gewährleisten, wohingegen die monetäre Situation durchaus ein Anstieg des langfristigen Zinsniveaus wünschenswert erscheinen ließ.

<sup>29</sup> Institutionell und organisatorisch war die Bank of England eigentlich formal unabhängig, da sie nicht administrativ in den Regierungsapparat eingebunden war, kein Regierungs- oder Parlamentsmitglied im Direktorium als Mitglied zugelassen war, und sie eine eigene Budgetverantwortlichkeit besaß.

Notenbank. Diese kann seither unabhängig von Weisungen des Schatzkanzlers selbstständig das Zinsniveau mit Hilfe ihres geldpolitischen Instrumentariums steuern.

Zinspolitische Entscheidungen werden demnach vom neugeschaffenen geldpolitischen Ausschuß („monetary policy committee“) gefaßt.<sup>30</sup> Dieses trifft sich monatlich und setzt sich aus dem Governor, seinen beiden Stellvertretern,<sup>31</sup> zwei weiteren Mitarbeitern der Bank sowie vier externen, vom Schatzkanzler ernannten Fachleuten aus Industrie, Handel oder Finanzkreisen zusammen.<sup>32</sup> Politikern ist die Mitgliedschaft verboten. Diese Zusammensetzung des Ausschusses garantiert der Notenbank die Stimmenmehrheit bei Abstimmungen, so daß sie sich bei Zinsentscheidungen durchsetzen kann.<sup>33</sup>

Begründet wurde die Reform mit dem Ziel, politische und wahltaktische Eingriffe auf die Zinspolitik und das Entstehen politischer Konjunkturzyklen im Rahmen einer Stop-and-Go-Politik<sup>34</sup> zukünftig vermeiden zu können. Über die längerfristig- und stabilitätsorientiertere Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank sollte letztlich gemäß der Zeitinkonsistenztheorie eine höhere Glaubwürdigkeit, eine niedrigere Inflationsrate und damit ein wachstumsförderndes niedrigeres Zinsniveau erreicht werden.<sup>35</sup> Das 1998 verabschiedete Reformgesetz beinhaltet daher erstmalig eine geldpolitische Zielformulierung. Demnach soll die Geldpolitik die Preisstabilität gewährleisten und – unter Einhaltung dieses Hauptziels – die Wirtschaftspolitik der Regierung einschließlich des Wachstums- und Beschäftigungsziels unterstützen.<sup>36</sup> Diese Formulierung ähnelt sehr stark dem gesetzlichen Auftrag der Deutschen Bundesbank. Jedoch blieb ein entscheidender Unterschied zur Bundesbank oder zur EZB bestehen. Die Quantifizierung des Ziels Preisstabilität wird in Großbritannien nach wie vor von der Regierung und nicht von der Bank of England vollzogen.

Offiziell verneint wurde, daß mit der Erhöhung der Unabhängigkeit der Bank of England eine Annäherung an die im Maastricht-Vertrag genannte Beitrittsbedingung einer unabhängigen Notenbank erreicht werden sollte.<sup>37</sup> Einschränkungen der Unabhängig-

<sup>30</sup> Vgl. Chote/Münchau (1997), S. 1 und S. 16 und FAZ vom 07.05.1997, Nr. 105, S. 15.

<sup>31</sup> Als weiteres Element der Reform wurde die Position eines zweiten Stellvertreters (Deputy Governor) mit dem Zuständigkeitsbereich der Bankaufsicht geschaffen. Vgl. Graham (1997a), S. 8.

<sup>32</sup> Je zwei der sechs Mitglieder des Ausschusses, die nicht der Führungsebene der Zentralbank entstammen, werden im Zuge eines rotierenden Systems für drei Jahre ernannt. Wiederernennungen sind möglich. Ernannt wurden die Volkswirtin DeAnne Julius, der Berater des Finanzministeriums Sir Alan Budd und die beiden Professoren Charles Goodhart und Willem Buiter. Vgl. FAZ vom 04.06.1997, Nr. 126, S. 16.

<sup>33</sup> Vgl. FAZ vom 07.05.1997, Nr. 105, S. 15.

<sup>34</sup> Vgl. Kapitel F.II.5.3.

<sup>35</sup> Vgl. Riley (1997), S. 17, Riecke (1997), S. 2, Schulz (1997d), S. 31 und Financial Times vom 07.05.1997, S. 15. Die Finanzmärkte reagierten auf Bekanntgabe der Reform wie erhofft sehr positiv. Die Kurse der Anleihen stiegen deutlich, so daß sich die Zinsdifferenz etwa zu deutschen Anleihen verringerte. Auch das Pfund wurde stärker. Diese Marktbewegungen deuteten auf eine gestiegene Glaubwürdigkeit der Stabilitätspolitik hin. Vgl. Lapper/Kuper (1997), S. 8, Kuper (1997), S. 27 und The Economist vom 10.05.1997, S. 38.

<sup>36</sup> Vgl. Budd (1998), S. 1783.

<sup>37</sup> Vgl. Münchau (1997), S. 8

keit der britischen Notenbank, die weiterhin gegen diese Beitrittsvoraussetzung zur Währungsunion verstoßen, ergeben sich zum einen dadurch, daß sich die Regierung das Recht vorbehielt, in Extremfällen, die nicht näher definiert wurden, mit parlamentarischer Zustimmung in die Zinspolitik einzugreifen.<sup>38</sup> Von noch größerer Bedeutung ist zum anderen, daß, wie beschrieben, weiterhin die Regierung das Ziel der Geldpolitik in Form von quantitativen Inflationszielen (direct inflation targeting) vorgibt, so daß die funktionelle Unabhängigkeit der Bank of England eingeschränkt blieb.<sup>39</sup>

Die in Großbritannien besonders wichtige Problematik der demokratischen Kontrolle der Zentralbank sollte dadurch gelöst werden, daß die Bank of England zukünftig halbjährlich vor einem speziellen Parlamentsausschuß (Treasury select committee) ihre Zinspolitik rechtfertigen muß.<sup>40</sup> Darüber hinaus werden die Sitzungsprotokolle des monetary policy committee mit einer inzwischen auf zwei Wochen reduzierten Verzögerung veröffentlicht. Dies soll der Öffentlichkeit ermöglichen, die Gründe für die getroffene geldpolitische Entscheidung nachzuvollziehen, und so die Glaubwürdigkeit der britischen Geldpolitik erhöhen. Zusätzlich wird die Politik des Ausschusses vom Direktorium<sup>41</sup> der Bank kontrolliert. Da sowohl im Ausschuß selbst als auch im Direktorium Vertreter wirtschaftlicher Interessengruppen sitzen und die transparente Informationspolitik über Sitzungen der Entscheidungsgremien beibehalten wurde, soll gewährleistet werden, daß die britische Geldpolitik nicht, wie von vielen befürchtet, zu restriktiv wird.<sup>42</sup>

Auf der anderen Seite ist aber zu erwarten, daß dieser hohe Einfluß von Interessenvertretern eine streng auf Geldwertstabilität gerichtete Geldpolitik erschweren und die Unabhängigkeit der Bank of England wieder einschränken wird. Die ausgeprägte Transparenz der Geldpolitik erhöht zudem den öffentlichen Druck auf die Mitglieder des monetary policy committee. Erstes Anzeichen in diese Richtung waren Forderungen des Parlamentsausschusses nach einem Vetorecht bei der Ernennung von Mitgliedern des monetary policy committee.<sup>43</sup> Wäre dieser Forderung nachgegeben worden, hätte die Gefahr bestanden, daß für die Berufung zum Ausschußmitglied die politische Akzeptierbarkeit des Kandidaten anstelle seiner volkswirtschaftlichen Kompetenz zum entscheidenden Kriterium geworden wäre. Eine abgeschwächte Variante sah daher vor, daß das Treasury select committee vor der Ernennung des neuen Mitgliedes eine

<sup>38</sup> Vgl. Schmitt (1997), S. 2 und The Economist vom 10.05.1997, S. 12.

<sup>39</sup> Vgl. Pennant-Rea (1997), S. 1 und Schulz (1997a), S. 12.

<sup>40</sup> Vgl. Lambert/Stephens/Peston/Wolf (1997), S. 15. Als weiteres Element einer transparenten Geldpolitik wurde die Bank of England verpflichtet, Devisenmarktinterventionen im Zusammenhang mit der Verfolgung des Inflationsziel offenzulegen. Um eine Einschränkung der funktionellen Unabhängigkeit zu vermeiden, können die Interventionen so lange geheim gehalten werden, bis eine Veröffentlichung die Zielerreichung nicht mehr gefährdet. Vgl. Chote (1997b), S. 22.

<sup>41</sup> In diesem wurde die Zahl der Vertreter aus Industrie, Handel und Finanzsektor zu Lasten der Zahl der Mitarbeiter der Bank of England erhöht.

<sup>42</sup> Diese Befürchtungen zeigen, daß in Großbritannien immer noch kein einheitlicher Stabilitätskonsens in der Bevölkerung besteht. Vgl. Blitz (1997a), S. 8 und The Economist vom 10.05.1997, S. 38.

<sup>43</sup> Vgl. Taylor (1998), S. 29 und Financial Times vom 30.10.1997, S. 15.

Art Vorstellungsgespräch vornimmt.<sup>44</sup> Eine Ablehnung durch den Parlamentsausschuß wäre dann zwar nicht gesetzlich verbindlich, politisch aber schwer zu ignorieren.

Als zweites Gegenargument gegen eine unabhängige Notenbank wurde in Großbritannien oft die erschwerte Koordination zwischen Fiskal- und Geldpolitik angeführt. Jedoch weisen Gegenstimmen darauf hin, daß die Geldpolitik in Großbritannien aufgrund der hohen Abhängigkeit von den Finanzmärkten schon seit längerer Zeit nicht mehr frei mit der Fiskalpolitik kombiniert werden kann, so daß eine unabhängige Notenbank aufgrund positiver Glaubwürdigkeitseffekte sogar den wirtschaftspolitischen Spielraum vergrößern könnte.<sup>45</sup>

Zur Stärkung der operativen Unabhängigkeit der Bank of England wurde als weiteres Element der Reform die Zuständigkeit für das Finanz- und Schuldenmanagement der Regierung von der Zentralbank auf das Schatzamt zurückübertragen.<sup>46</sup> Im April 1998 wurde eine besondere Behörde (Debt Management Office) gegründet, die zuerst die Marktpflege für Staatsanleihen übernahm und auf die zukünftig auch die Verantwortung für den Markt für Treasury bills übertragen werden soll, so daß zukünftig die beschriebenen Zielkonflikte zwischen Inflationsziel und Kurspflegemaßnahmen bei der Bank of England vermieden werden.<sup>47</sup>

Zusätzlich übertrug die Regierung einen Teil der von ihr gehaltenen Devisenreserven auf die Zentralbank, um ihr so die Möglichkeit zu geben, über Interventionen am Devisenmarkt die Erreichung ihres Inflationsziels zu unterstützen. Dadurch sollte die eingende Einschränkung des Betätigungsfelds auf die inländischen Geld- und Kapitalmärkte aufgehoben und das zur Verfügung stehende Instrumentarium erweitert werden. Die eigentliche währungspolitische Kompetenz, also die Festlegung eines Wechselkurssystems und das Anstreben bestimmter Wechselkurse, verblieb aber beim Schatzamt, so daß es zu einem Zielkonflikt bei den Devisenmarktinterventionen zwischen Wechselkursziel der Regierung und Inflationsziel der Bank of England kommen kann.<sup>48</sup>

Als weitere Maßnahme der neuen Regierung wurde eine Reform des Bankaufsichtswesens vorgenommen. Die bisher sieben getrennt arbeitenden, sich selbst regulierenden Aufsichtsorgane (self-regulating organisations) wurden mit der bisherigen Oberaufsichtsbehörde (Securities and Investment Board) zu einer neuen, vereinigten Aufsichtsbehörde (Financial Services Authority) verschmolzen, da die Verwischung der Trennlinien im Spezialbankensystem eine solche Untergliederung der Aufsicht nicht mehr rechtfertigte.<sup>49</sup> Zusätzliches Ziel war ein erhöhter Verbraucherschutz durch die Vereinfachung des Beschwerdeverfahrens.<sup>50</sup>

---

<sup>44</sup> Vgl. Chote (1997c), S. 11.

<sup>45</sup> Vgl. Lightfoot (1997), S. 16.

<sup>46</sup> Vgl. Frowen/Karakitsos (1997), S. 511 und Chote (1997a), S. 8.

<sup>47</sup> Vgl. Luce (1999), S. 12.

<sup>48</sup> Vgl. Chote (1997a), S. 8.

<sup>49</sup> Vgl. FAZ vom 22.05.1997b, Nr. 116, S. 17 und The Economist vom 24.05.1997, S. 73.

<sup>50</sup> Vgl. Eaglesham (1997), S. 17.

Entscheidend für die Bank of England war aber, daß ihr die Bankenaufsicht entzogen und auf die neue Oberbehörde übertragen wurde.<sup>51</sup> Ihr verblieb lediglich die Aufgabe, die Stabilität des gesamten Finanzsystems zu überwachen.<sup>52</sup> Wesentliche Ursachen für die Reform waren die Kritik an der Bank of England im Zuge der Skandale um Banken und Anleihen wie BCCI, Barings und Maxwell und die verbreitete Auffassung, daß die Vielzahl der Aufgaben der Notenbank zu Interessenskonflikten führen könne. Insbesondere die Aufgabe der Förderung der Stellung der City als internationalem Finanzplatz führte in den Augen vieler dazu, daß sich die Bank of England zu einer Interessensvertretung der Banken und Börsen entwickelt und darüber ihre Aufsichtsfunktion und ihre geldpolitische Aufgaben vernachlässigt habe.<sup>53</sup>

Insgesamt haben die Reformen den Unabhängigkeitsstatus der Bank of England deutlich erhöht. Wesentlicher Mangel im Vergleich zur EZB und gemessen an den Erfordernissen des Vertrags von Maastricht ist die fehlende Autonomie bei der Zielfestlegung.<sup>54</sup> Daher beschränkt sich die Kompetenz der Bank of England im Gegensatz zur EZB immer noch auf die operationale Ebene und umfaßt nicht die Zielfestlegung in der Geldpolitik. Schatzkanzler Brown lehnte jede weitere Reform in diese Richtung jedoch ab.<sup>55</sup>

## **2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Großbritannien<sup>56</sup>**

### **2.1. Die Refinanzierungspolitik**

Sie umfaßte die Diskont- und Lombardpolitik,<sup>57</sup> wobei die Diskontpolitik nach dem 2. Weltkrieg weniger bedeutend war.<sup>58</sup> Im Gegensatz zur Bundesbank legte die Bank of England keine Refinanzierungskontingente fest, so daß prinzipiell ein unbeschränkter Zugang zu Zentralbankkrediten bestand. Ein besonderes Merkmal der britischen Refinanzierungspolitik war der lange Zeit auf die Diskonthäuser begrenzte direkte Zugang des Geschäftsbankensystems zur Bank of England. Der Zinssatz, den die Bank of England für die Refinanzierung in Rechnung stellte, wurde als minimum lending rate

<sup>51</sup> Vgl. Graham (1997b), S. 20.

<sup>52</sup> Vgl. Graham (1997c), S. 12 und FAZ vom 22.05.1997a, Nr. 116, S. 17.

<sup>53</sup> Vgl. The Economist vom 28.08.1993, S. 68 und The Economist vom 24.05.1997, S. 12f.

<sup>54</sup> Vgl. o.V. (1997), S. 19.

<sup>55</sup> Vgl. Uhlig (1997), S. 16.

<sup>56</sup> Die Instrumente der Bank of England sind wie ihre Aufgaben nicht gesetzlich fixiert, sondern historisch gewachsen. Sie unterliegen einem stetigen Wandel in Abhängigkeit von der gerade zugrundeliegenden Wirtschaftstheorie. Im folgenden werden die wichtigsten der bisher angewandten Instrumente im Überblick dargestellt. Hierbei wird im wesentlichen der Darstellung von Roth (1989), S. 82-98 gefolgt. In Abschnitt D.II. wird ihre praktische Anwendung chronologisch dargestellt werden.

<sup>57</sup> Mit Diskontkredit bezeichnet man den Ankauf von Wechseln, die von der Bank of England zugelassen sind. Sie stellt dabei qualitative Anforderungen wie z.B. Mindestrestlaufzeiten. Mit Lombardkredit bezeichnet man Kredite gegen die Verpfändung von Wertpapieren.

<sup>58</sup> Hauptgrund hierfür war die mit 21 Tagen für eine kurzfristige Refinanzierung zu lange Mindestrestlaufzeit der Wechsel, vgl. Roth (1989), S. 84.



(MLR<sup>59</sup>) bezeichnet. Seit 1981 veröffentlicht die Bank of England keinen fixen Refinanzierungszinssatz mehr. Gleichzeitig wurde das Volumen der Refinanzierungspolitik stark zurückgenommen, und sie verlor ihre bis dahin führende Bedeutung in der britischen Geldpolitik. Die Bank of England wendet dieses Instrument, ähnlich wie die Bundesbank die Lombardpolitik, nur noch in Extremsituationen an. In solchen Situationen kommt der MLR allerdings auch heute noch eine wichtige Signalfunktion zu.<sup>60</sup>

## 2.2. Die Offenmarktpolitik

Im Rahmen der Offenmarktpolitik handelte die Bank of England lange Zeit in Zusammenarbeit mit den Diskonthäusern fast ausschließlich mit Wechseln. Noch heute stellen Wechsel ein zentrales Instrument der Offenmarktpolitik der Bank of England dar. Ein Eingriff im langfristigen Bereich etwa mit Regierungswertpapieren war dagegen eher selten. Anders als in Deutschland war die Offenmarktpolitik nicht auf geldpolitische Maßnahmen beschränkt, sondern konnte auch finanzpolitische Gründe haben. Um jedoch unerwünschte Zinsänderungen zu vermeiden, betrieb die Bank of England seit 1971 im langfristigen Bereich nur noch Kurspflege bei den Regierungsanleihen.<sup>61</sup>

Ziel der Offenmarktpolitik der Bank of England im kurzfristigen Bereich ist die Steuerung der Bankenliquidität über die Emission beziehungsweise den Ankauf von Schatz- und Handelswechseln. Dabei erzeugt sie durch einen wöchentlichen Wechseltender (Verkauf von Schatzwechseln und Rückkauf auf Termin) einen Zentralbankgeldbedarf im Bankensystem. Bis 1997 bestand dabei für die Diskonthäuser die Verpflichtung, diese Schatzwechsel anzukaufen. In einem zweiten Schritt schließt die Bank of England durch Wechselpensionsgeschäfte oder den Outright-Ankauf von Wechseln zu von ihr bestimmten Konditionen die Liquiditätslücke der Finanzinstitute wieder.<sup>62</sup> Die von der Bank of England akzeptierten Wechsel (eligible bills) werden von ihr gemäß ihrer Restlaufzeit in vier Gruppen (bands)<sup>63</sup> eingeteilt, gewöhnlicherweise erfolgt nur der Ankauf von Wechseln aus den ersten beiden Gruppen. Der niedrigste Zinssatz, zu dem die Bank of England dabei Wechsel ankauft, wird als „minimum dealing rate“ bezeichnet und ist der wichtigste Leitzins der britischen Geldpolitik.<sup>64</sup>

Eine Besonderheit der britischen Geldpolitik besteht in der Häufigkeit solcher Transaktionen zwischen Notenbank und Kreditinstituten. Sie finden jeden Tag zu festgelegten Zeiten statt: um 9.45, 12.00 und 14.30 Uhr. Ursache für diese häufigen Eingriffe ist, daß die Geschäftsbanken aufgrund der fehlenden Mindestreservepflicht nur sehr niedrige Arbeitseinlagen („working balances“) bei der Bank of England unterhalten, so daß größere Liquiditätsbewegungen das Eingreifen der Notenbank zwingend erfor-

<sup>59</sup> Wie der Name schon andeutete, konnte die Bank of England jederzeit einen höheren Zinssatz in Rechnung stellen. Bis 1972 wurde dieser Zinssatz als Bank rate bezeichnet.

<sup>60</sup> Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 132f.

<sup>61</sup> Vgl. Roth (1989), S. 86-88.

<sup>62</sup> Vgl. BEQB (March 1982b), S. 90-93.

<sup>63</sup> Band 1: 1-14 Tage, Band 2: 15-33 Tage, Band 3: 34-63 Tage und Band 4: 64-91 Tage.

<sup>64</sup> Vgl. Nölling, P. (1997), S. 59f.



derlich machen.<sup>65</sup> Begünstigt wird dieses geldpolitische System zusätzlich durch die geringe Zahl der Diskonthäuser und die Stellung der großen vier Clearingbanken als „primary dealers“. Im Gegensatz zu Deutschland, wo über die Landeszentralbanken eine weit gestreute, dezentrale Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld erfolgt, ist der Kontakt der britischen Notenbank zum Bankensystem eng konzentriert.<sup>66</sup>

Die Diskonthäuser als Mittler zwischen Notenbank und Geschäftsbanken müssen seit 1981 bei den Wechseltransaktionen mit der Bank of England einzeln ihre Zinsvorstellungen der Notenbank mitteilen.<sup>67</sup> Entsprechen diese nicht den Vorstellungen der Bank of England, die ein bestimmtes, unveröffentlichtes Zinsband verfolgt, so findet kein Ankauf der Wechsel statt, die Diskonthäuser erhalten nicht die gewünschten Mittel und müssen in einer zweiten Runde ihre Vorstellungen anpassen. Auf diese Weise beeinflusst die Bank of England das kurzfristige Zinsniveau.

Wenn die Offenmarktoperationen und selbst die Vergabe von Lombardkrediten an die Diskonthäuser nicht ausreichen, um den Liquiditätsbedarf des Bankensystems zu decken, führte die Bank of England auch Wertpapierpensionsgeschäfte auf Basis von Wechseln und Staatsanleihen direkt mit den Banken und den building societies durch, die andernfalls keinen direkten Zugang zu Notenbankkrediten hatten.<sup>68</sup> Im Januar 1994 wurden diese Geschäfte auf eine permanente Basis gestellt. Seither bot die Bank of England zweimal im Monat den Banken und building societies direkt Mittel über dieses Verfahren an. Ziel der Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums war es, der starken Expansion des Finanzgeschäfts entsprechend die Steuerung der Bankenliquidität auf eine breitere Basis zu stellen und die Begrenztheit des Wechselmarkts zu verlassen.<sup>69</sup> Mit der im übernächsten Absatz beschriebenen Einführung von täglichen Gilt-Repo-Geschäften wurde die regelmäßige Anwendung dieses Instruments wieder beendet.

Eine Sonderregelung, die als clearing bank facility bezeichnet wurde, bestand zusätzlich für die im bargeldlosen Zahlungsverkehr tätigen Großbanken. In besonders angespannten Situationen war die Bank of England bereit, in ihrer Funktion als lender of last resort Staatsanleihen direkt von den großen Clearingbanken im Outrightverfahren zu kaufen.<sup>70</sup>

Im Januar 1996 wurde der Markt für Staatsanleihen (gilts) mit dem Ziel einer Erhöhung der Effizienz und Liquidität des Marktes liberalisiert, um so die Nachfrage nach gilts zu erhöhen und eine nachhaltige Reduzierung des langfristigen Zinsniveaus zu er-

---

<sup>65</sup> Zusätzlich bietet die Bank of England keine feste Kreditfazilität (z.B. feste Diskont- oder Lombardkontingente) an, so daß jeder Zentralbankgeldbedarf des Geschäftsbankensystem über die Offenmarktpolitik gedeckt werden muß. Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 444f.

<sup>66</sup> Vgl. Ohr (1996a), S. 79.

<sup>67</sup> Vgl. BEQB (March 1982b), S. 89f.

<sup>68</sup> Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 236.

<sup>69</sup> Vgl. George (1997a), S. 9 und Borio (1997a), S. 49.

<sup>70</sup> Vgl. Borio (1997a), S. 70.

reichen.<sup>71</sup> So wurde z.B. die Verwendungsbeschränkung der gilts für private Repogeschäfte aufgehoben. Parallel zu der daraus resultierenden Entwicklung eines Gilt-Repo-Marktes wurden im März 1997 Wertpapierpensionsgeschäfte auf Basis von Staatsanleihen als reguläres, täglich genutztes, geldpolitisches Instrument eingeführt. Neben der Vergrößerung der Liquiditätsbasis der Notenbankoperationen war eine Annäherung an das damals absehbare, geldpolitische Instrumentarium der EZB das erklärte Ziel der Reform.<sup>72</sup> Dabei wurde die Begrenzung auf die Diskonthäuser als Geschäftspartner aufgehoben, so daß Banken, building societies und andere Finanzintermediäre über die Wertpapierpensionsgeschäfte auf Basis von Staatsanleihen nun direkt von der Bank of England Kredite erhalten können.

Seither haben die Banken in den täglichen Operationen mit der Bank of England die Wahl zwischen einem Wechselankauf durch die Notenbank oder einem Gilt-Repo-geschäft.<sup>73</sup> Grundsätzlich erfolgt bei Zuteilungsumfang und Zinssatz keine Differenzierung nach zugrundeliegendem geldpolitischem Instrument. Allerdings behält sich die Bank of England das Recht vor, einer Geschäftsart den Vorzug zu geben.<sup>74</sup> Inzwischen haben die Repogeschäfte die größere volumenmäßige Bedeutung erlangt. Dabei dominieren Mengentender, jedoch sind auch Zinstender möglich. Die durchschnittliche Laufzeit der Repogeschäfte beträgt etwa zwei Wochen.<sup>75</sup>

Außerdem führte die Bank of England als Ersatz der diskretionären clearing bank facility eine vierte Interventionsrunde speziell für die Clearingbanken des Zahlungsverkehrs auf Basis von Gilt-Repogeschäften ein. Nach Abwicklung der meisten Finanztransaktionen und damit der Feststellung des endgültigen Liquiditätsbedarfs können diese Banken zwischen 15.50 Uhr und 15.55 Uhr weitere Liquidität von der Zentralbank erhalten. Ihnen wird dabei ein Zinssatz berechnet, der 0,25%-Punkte oberhalb des Reposatzes liegt.<sup>76</sup>

Im Zuge dieser Beendigung des Privilegs des Notenbankzugangs für die Diskonthäuser durch die Erweiterung der zu den täglichen Operationen der Zentralbank zugelassenen Geschäftspartner wurde die Wechselankaufpflicht der Diskonthäuser aufgehoben.

Insgesamt stellten diese Maßnahmen eine notwendige Modernisierung der britischen Geldpolitik dar. Entsprechend rasch zeigte sich der Erfolg der Reform. Die Wertpapierpensionsgeschäfte auf Grundlage von Staatsanleihen sind inzwischen das bedeutendste Instrument der Bank of England. Zugleich bedeutete diese Veränderung eine Annäherung an die geldpolitischen Konzeptionen kontinentaleuropäischer Zentralban-

<sup>71</sup> Vgl. BEQB (May 1997a), S. 187-197 und Bisignano (1996), S. 23.

<sup>72</sup> Vgl. Bank of England (1997), S. 4f.

<sup>73</sup> In den seltenen Fällen, in denen die Bank of England einen Liquiditätsüberschuß im Finanzsystem erwartet, gleicht sie diesen durch den Outrightverkauf kurzfristiger Schatzwechsel an die Banken aus.

<sup>74</sup> Vgl. Bank of England (1997), S. 6.

<sup>75</sup> Vgl. George (1997c), S. 9 und BEQB (May 1997b), S. 204f.

<sup>76</sup> Vgl. BEQB (May 1997c), S. 206f., Bank of England (1997), S. 10 und Borio (1997b), S. 128f.

ken, wodurch ein Problem Großbritanniens im Falle eines Beitritts zur Europäischen Währungsunion entschärft wurde.<sup>77</sup>

### 2.3. Die Mindestreservpolitik

Das Mindestreserveinstrument war in der britischen Geldpolitik nur periodisch von Bedeutung. So wurde z.B. von 1971-1981 ein Mindestreservesystem angewendet. Dieses System scheiterte jedoch an der Besonderheit, daß zur Vermeidung von Marktverzerrungen auch private Schuldtitel als Mindestreserve galten, so daß Mindestreserveaktiva marktendogen von den Banken erzeugt werden konnten,<sup>78</sup> was eine effektive Kontrolle verhinderte. Zudem reduzierten die Banken nicht wie beabsichtigt ihre Kreditvergabe, sondern verstärkten den Wettbewerb um Kundeneinlagen. Die Mindestreservpolitik ist somit aufgrund der institutionellen Gegebenheiten in Großbritannien ein nur sehr schwer einsetzbares Instrument. Deshalb müssen die Banken nur noch 0,35% ihrer eligible liabilities als Zentralbankguthaben bei der Bank of England halten (cash ratio requirement). Diese Zentralbankguthaben dienen nicht geldpolitischen Zwecken, sondern fungieren über die daraus resultierenden Zinserträge als Finanzierungsquelle der Bank of England.<sup>79</sup>

### 2.4. Direkte Kontrollen

Bis Ende der sechziger Jahre bediente sich die britische Geldpolitik oft direkter Kontrollen (direct controls) quantitativer Ausprägung, das heißt die Bank of England beschränkte direkt die Neuvergabe von Krediten durch Banken und sonstige Finanzintermediäre. Zudem wurden qualitative Prioritäten festgelegt. Exportkredite sollten gegenüber Konsumkrediten bevorzugt vergeben werden. Dies sollte über eine Verringerung des Konsums und damit der Importe und über eine Erhöhung der Exporte zu einer Verbesserung der Zahlungsbilanz führen. Der Vorteil dieses Instruments lag darin, daß diese Maßnahmen relativ einfach zu dosieren waren und sofort wirkten. Der Nachteil lag in den durch sie provozierten Ausweichprozessen auf andere Märkte (disintermediation) und den resultierenden Fehlallokationen durch eine Ungleichbehandlung der verschiedenen Gruppen der Finanzintermediäre.

### 2.5. Die Politik der moral suasion

Die räumliche Konzentration des Finanzwesens auf die City of London und die große Bedeutung der Verbände (und die damit verbundene überschaubare Zahl von Ansprechpartnern) erlaubt der Bank of England die Nutzung eines Instrumentes, wie es in Deutschland nahezu unbekannt ist. Die moral suasion bezeichnet eine Politik der informellen Kontakte, des Bittens und der Überredung.<sup>80</sup> Sie ermöglicht so den Verzicht auf gesetzliche Vorschriften, wie es der britischen Tradition entspricht. Die hohe

<sup>77</sup> Ausführlicher hierzu in Kapitel E.VII.2.

<sup>78</sup> Siehe Kapitel F.II.2.

<sup>79</sup> Vgl. George (1997a), S. 10f.

<sup>80</sup> Sie wird auch als Politik der „nods and winks“ bezeichnet. Die Bank of England benützt dabei so höfliche Formulierungen wie „request“, „suggestion“ oder „recommendation“.

Durchsetzungskraft dieser Politik zeigt sich darin, daß praktisch alle nicht marktlichen Eingriffe wie z.B. die Kreditplafondierung der sechziger Jahre mit Hilfe der moral suasion implementiert wurden. Ein Grund für das Funktionieren dieses Instruments ist im großen Vertrauen zu sehen, das die Bank of England bei den Banken genießt. Ein anderer Grund liegt darin, daß sie gegenüber den Banken weisungsbefugt ist und notfalls ihre Bitten mit Zwang durchsetzen kann. Dennoch darf nicht übersehen werden, daß eine Politik, die starken Marktkräften entgegenläuft, längerfristig nicht erfolgreich sein kann. Die Bank of England muß mit ihren Einschätzungen Wissen und Kompetenz beweisen. Vorteile dieser Politik sind ihre hohe Implementierungsgeschwindigkeit und ihre hohe Flexibilität. Nachteile können in der fehlenden Öffentlichkeit und damit in der mangelnden Kontrolle gesehen werden. Die Politik der moral suasion wird im zunehmenden Maße durch das Vordringen der ausländischen Banken, denen diese Tradition unbekannt ist, gefährdet.<sup>81</sup>

### **III. Die Banque de France**

#### **1. Die Funktionen, Organe und Rechtsstellung der Banque de France**

Die Banque de France wurde 1800 unter Napoleon mit staatlicher Unterstützung als private Bank gegründet.<sup>82</sup> Ziel war der Aufbau eines funktionierenden Kredit- und Finanzsystems, wie es bereits in Großbritannien und Schweden existierte, um so die wirtschaftliche Entwicklung des Landes nach den Revolutionswirren wieder zu stärken.<sup>83</sup> Die Banque de France mußte zudem die Finanzierung der Kriegsausgaben unterstützen.<sup>84</sup>

1803 erhielt sie das Ausgabemonopol für Banknoten per Gesetz zugeteilt, allerdings ursprünglich zeitlich auf 15 Jahre und örtlich auf Paris beschränkt. Es wurde festgelegt, daß ein Franc einer Parität von 322,58 Milligramm Gold entsprach. Frühzeitige Schwierigkeiten veranlaßten Napoleon 1806, den Einfluß der Regierung auf die Banque de France auszuweiten. Das Generalkomitee (Comité Général), das bisher von der Aktionärsversammlung gewählt worden war, wurde durch einen Gouverneur und zwei Untergouverneure ersetzt, die von der Regierung bestimmt wurden.

Die Banque de France entwickelte sich rasch zur Hausbank des Staates, war Kassenverwalter und Kreditgeber.<sup>85</sup> Das Notenausgabemonopol wurde bis zum Ausbruch des Ersten Weltkrieges immer wieder verlängert, jedoch nur auf Basis von Gegenleistungen der Bank in Form von wachsenden Kreditfazilitäten und der kostenlosen Emission

<sup>81</sup> Vgl. Roth (1989), S. 91-95.

<sup>82</sup> In Frankreich hatte es zuvor bereits mehrere Versuche von Bankgründungen gegeben, am bekanntesten die Banque Générale von John Law, die aber alle relativ schnell aufgrund einer zu starken Ausgabe von ungedeckten Banknoten zahlungsunfähig wurden, vgl. Plessis (1994), S.185f. und Redon/Besnard (1991), S. 7.

<sup>83</sup> Vgl. Plessis (1994), S. 200f.

<sup>84</sup> Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 42.

<sup>85</sup> Vgl. Redon/Besnard (1991), S. 15f.

und Verwaltung von Staatsanleihen. Seit 1808 eröffnete die Banque de France Zweigstellen in anderen Städten und dehnte sich so über ganz Frankreich aus. Seit 1848 hatte sie landesweit das Notenausgabemonopol und ihre Banknoten erhielten gesetzliche Zahlungsmittelfunktion.

Die nächste gravierende konstituierende Änderung erfolgte 1936, als die neugewählte, linksgerichtete Regierung es als unangebracht betrachtete, daß eine Bank, die so viel Einfluß auf das Gesamtwohl hatte, ein privates Unternehmen war.<sup>86</sup> Infolgedessen wurde das fünfzehnköpfige Generalkomitee durch einen zwanzigköpfigen Rat (Conseil Général) ersetzt, in dem nur noch zwei Aktionärsvertreter saßen. Die restlichen Räte wurde von der Regierung bestimmt. 1945 wurde die Banque de France vollends verstaatlicht. Eine unabhängige Zentralbank hätte eine interventionistische Wirtschaftspolitik, wie sie von den französischen Regierungen betrieben wurde, behindert. Die eigentliche geldpolitische Entscheidungsgewalt wurde dem Nationalrat für Kredit (Conseil National du Crédit, CNC) übertragen, der dem Finanz- und Wirtschaftsministerium angegliedert war.<sup>87</sup> Die Banque de France durfte zwar weiterhin zu allen Fragen des Geldwesens ihre Meinung äußern und bei der Ausarbeitung geldpolitischer Fragen behilflich sein, letztlich entschied aber die Regierung über den CNC.<sup>88</sup> Die Banque de France setzte die gefaßten Beschlüsse nur noch um.<sup>89</sup> Ihre eigentliche Kernaufgabe bestand in der Überwachung und Kontrolle des Geld- und Kreditwesens als Aufsichtsbehörde.<sup>90</sup> Unterstützt wurde sie dabei vom Comité des établissements de crédit. Zusätzlich verwaltete sie nach Artikel 3 des Gesetzes im Auftrag der Regierung die Devisenreserven des Landes.

Zu maßgeblichen Änderungen im Bereich der Geld- und Währungspolitik kam es durch die Reformgesetze von 1993 und 1994, die als neues Leitorgan der Banque de France den neunköpfigen Rat für Währungspolitik (conseil de la politique monétaire, CPM) einführten, dem auch die Entscheidungskompetenz in der Geld- und Kreditpolitik übertragen wurde.<sup>91</sup> Dadurch wurde der Aufgabenbereich der Zentralbank entscheidend erweitert. Zudem stärkte man gleichzeitig die personelle Unabhängigkeit der Banque de France. Zwar wird der Gouverneur weiterhin von der Regierung ernannt und vom Staatspräsidenten vereidigt, jedoch wird er jetzt für eine feste Amtszeit

<sup>86</sup> Vgl. Plessis (1994), S. 206.

<sup>87</sup> Vgl. Titel V des Bankengesetzes von 1945.

<sup>88</sup> 1984 wurde dem CNC die geldpolitische Entscheidungsgewalt entzogen und auf das neu errichtete Comité de la réglementation bancaire übertragen.

<sup>89</sup> Vgl. Redon/Besnard (1991), S. 82, Lück (1994c), S.116-118 und Artikel 4 des Gesetzes über die Banque de France vom 3. Januar 1973: „La Banque de France est habilitée à donner des avis sur toutes questions relatives à la monnaie. Elle contribue à la préparation et participe à la mise en oeuvre de la politique monétaire arrêtée par le gouvernement...“

<sup>90</sup> Vgl. Redon/Besnard (1991), S. 69 und Artikel 1 des Gesetzes von 1973: „...la Banque de France est l'institution qui, dans le cadre de la politique économique et financière de la nation, reçoit de l'Etat la mission générale de veiller sur la monnaie et le crédit. A ce titre, elle veille au bon fonctionnement du système bancaire...“

<sup>91</sup> Vgl. Artikel 3 des Reformgesetzes von 1993.

von sechs Jahren<sup>92</sup> (bei einmaliger Wiederwahlmöglichkeit) bestellt und kann nicht mehr wie früher jederzeit von der Regierung abgesetzt werden. Dasselbe gilt für die beiden Untergouverneure. Die restlichen sechs Mitglieder des Rates werden von der Regierung nach ihrer fachlichen Kompetenz auf maximal neun Jahre ernannt. Jeweils zwei Räte scheiden turnusmäßig nach drei Jahren aus. Eine Ablösung eines Ratsmitglieds ist nur bei schweren Verfehlungen durch die Mehrheit des Rates möglich.

Artikel 7 des Reformgesetzes von 1993 garantierte die operative Unabhängigkeit der Banque de France insoweit, daß es die ausschließliche Entscheidungsbefugnis über die geldpolitischen Instrumente der Banque de France zuwies. Allerdings lag die Entscheidung über die Einbindung des Francs in ein währungspolitisches System wie auch in Deutschland bei der Regierung,<sup>93</sup> wodurch eventuell den funktionellen Spielraum der Banque de France einschränkende Interventionsverpflichtungen entstehen können. Mit Artikel 3 wurde zusätzlich der Vorgabe des Artikels 104 des Maastrichter Vertrags folgend die weitestgehende finanzielle Unabhängigkeit der Banque de France hergestellt, indem eine direkte Kreditgewährung der Notenbank an den Staat verboten wurde.

Die Unabhängigkeit der Banque de France wird allerdings durch bestimmte gesetzliche Regelungen eingeschränkt. Im Conseil Général, der keine geldpolitische Kompetenz mehr besitzt, ist weiterhin ein Censeur der Regierung vertreten, dessen Vetorecht die haushaltsmäßige Unabhängigkeit der Banque de France einschränkt.<sup>94</sup> Desweiteren wird die funktionelle Unabhängigkeit der Bank dadurch begrenzt, daß ihr zwar gesetzlich das Ziel einer Werterhaltung des Francs vorgegeben wurde. Allerdings verpflichtet Artikel 1 des Reformgesetzes sie dazu, die Geldpolitik im Rahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zu gestalten. Eine Priorität des Geldwertstabilitätsziels, wie sie das Bundesbankgesetz enthält, ist hierbei aber nicht vorgegeben.<sup>95</sup> In diesen entscheidenden Bereichen blieben demnach streng genommen noch Defizite bei der Umsetzung des Vertrags von Maastricht bestehen.

Insgesamt gesehen scheint die faktische Unabhängigkeit der Banque de France geringer und der Einfluß der Exekutive höher zu sein als etwa bei der Deutschen Bundesbank. Die Ernennung des früheren Finanzministers Sapin zum Ratsmitglied und die Weigerung des Verfassungsrates, vor der endgültigen Ratifizierung des Maastrichter Vertrages währungspolitische Kompetenzen auf die Banque de France zu übertragen, sprechen dafür, daß die französische Exekutive nur aufgrund äußerer Zwänge im Zuge der europäischen Währungsintegration bereit war, der Banque de France eine größere Unabhängigkeitsposition einzuräumen.<sup>96</sup> Dies könnte zu Vermutungen führen, daß sich in Frankreich noch kein allgemeines Stabilitätsbewußtsein entwickelt hat. Daher

<sup>92</sup> Vgl. Artikel 13 des Reformgesetzes von 1993. Allerdings erscheint eine Amtszeit von sechs Jahren als zu kurz, da dadurch eine hohe Abhängigkeit des Gouverneurs für eine Wiederwahl oder andersweitige Beschäftigung besteht.

<sup>93</sup> Vgl. Artikel 2 des Reformgesetzes von 1993.

<sup>94</sup> Vgl. Artikel 12 des Reformgesetzes von 1993.

<sup>95</sup> Vgl. Fischer, S. (1994), S. 264.

<sup>96</sup> Vgl. Foshag (1997), S. 13f.



ist zu befürchten, daß auch weiterhin insbesondere von Regierungsseite massiver Einfluß auf die Notenbank ausgeübt werden wird. Eine fast zweihundertjährige Tradition der Eingliederung der Zentralbank in die Regierungsarbeit und einer interventionistischen Wirtschaftspolitik lassen sich nicht schnell verdrängen. Damit verbunden ist auch der Versuch Frankreichs, die Europäischen Zentralbank (EZB) zumindest ansatzweise z.B. über die Gründung einer europäischen Wirtschaftsregierung mit dem Ziel einer Koordinierung von Finanz- und Geldpolitik an die Exekutive anzubinden.<sup>97</sup>

## **2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Frankreich**

### **2.1. Die Refinanzierungspolitik**

Die Refinanzierungspolitik ist in Frankreich schon seit längerer Zeit kaum noch von Bedeutung. Lombardkredite wurden von der Banque de France so gut wie nie vergeben. Die Diskontpolitik war bis Anfang der siebziger Jahre eines der wichtigsten Instrumente, da Banken einen hohen Anteil ihrer Kredite auf diese Weise refinanzierten. Mit der Abschaffung der Rediskontmöglichkeit 1971 und der allmählichen Entwicklung des Interbankenmarktes im Zuge der Reformen von 1966 verlor aber auch diese stark an Bedeutung.<sup>98</sup> Einzige Ausnahme bildete die Diskontierung bestimmter Exportfinanzierungswechsel zu privilegierten Konditionen im Rahmen einer selektiven Kreditpolitik zur Förderung der Exporte in Länder außerhalb der EU. Seit der Abschaffung dieses Sonderinstruments 1986 spielt die Refinanzierungspolitik in Frankreich faktisch keine Rolle mehr.

### **2.2. Die Offenmarktpolitik**

Die Offenmarktpolitik war seit den achtziger Jahren das mit Abstand wichtigste Instrument der Banque de France.<sup>99</sup> Dementsprechend wendete sie mehrere Verfahren an. Als bedeutendste Gruppe zu nennen waren die offiziellen Verfahren (*procédures officielles*), die die Wertpapierpensionsgeschäfte auf Initiative der Banque de France (*appels d'offres*) und die Wertpapierpensionsgeschäfte mit einer Laufzeit zwischen fünf und zehn Tagen (*pensions de cinq à dix jours*) umfaßten. Mit ihnen steuerte die Banque de France die generelle Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld. Als zweite Gruppe waren die Geldmarktverfahren (*procédures du marché*) zu erwähnen, die zur Feinststeuerung der kurzfristigen Geldmarktbedingungen verwendet wurden. Schließlich kamen die *opérations d'open market* mittels den in den achtziger Jahren neu geschaffenen Geldmarktpapieren hinzu.

Bei den *appels d'offres* handelte es sich ursprünglich um den festen Ankauf von kurzfristigen Wertpapieren der Banken durch die Banque de France. Seit 1986 fanden diese Geschäfte nahezu ausschließlich in Form von Wertpapierpensionsgeschäften statt, das heißt die Banque de France kaufte die Papiere an und verpflichtete die Geschäfts-

<sup>97</sup> Vgl. Handelsblatt vom 07.07.1997, Nr. 127, S. 3 und Lück (1994c), S. 118.

<sup>98</sup> Vgl. Bisignano (1996), S. 24, Herschtel (1985), S. 530f. und Nardozzi (1983), S. 45.

<sup>99</sup> Vgl. auch im folgenden Disch (1995), S. 122-126, Icard (1994b), S. 19 und Eijffinger (1993), S. 177f.

banken sofort zum Rückkauf des Materials auf Termin. Der Vorteil gegenüber einem festen Ankauf bestand darin, daß den Banken nach Ablauf des Geschäfts automatisch wieder Liquidität entzogen wurde, so daß sie sich erneut an die Zentralbank wenden mußten. Bei den zugrundeliegenden Wertpapieren handelte es sich zumeist um Schatzwechsel des Trésors oder um private Handelswechsel (effets privée) erster Bonität.

Die Initiative bei dieser Variante der Offenmarktgeschäfte ging von der Banque de France aus.<sup>100</sup> Sie bot den Banken ein Pensionsgeschäft an, wobei sie zuerst nur die Laufzeit des Geschäfts festlegte. Die Banken waren dann aufgefordert, Gebote bezüglich Umfang und Zinssatz abzugeben (daher der Name appels d'offres, Aufruf zur Abgabe von Geboten). Dabei sammelten die opérateurs principaux du marché (OPM) die Gebote der Banken und leiteten sie an die Zentralbank weiter. Die OPM nahmen daher in diesem Bereich eine ähnliche Mittlerstellung wie die Diskonthäuser in Großbritannien ein. Mehrfachgebote einer Bank zu unterschiedlichen Zinssätzen waren möglich. Je höher der von der Bank gewählte Zinssatz, desto höher die Wahrscheinlichkeit einer Zuteilung. Abschließend setzte die Banque de France den Pensionssatz (taux des appels d'offres) gemäß ihrer Zielvorstellungen fest. Dieser Zinssatz wurde oftmals als Interventionszinssatz bezeichnet. Sie orientierte sich dabei an den Zinssätzen des inländischen Geldmarkts und des Euromarkts. Alle Gebote, deren Zinssatz dem festgelegten entsprach oder darüber lag, wurden bedient. Die Banque de France war somit Preis- und Mengenfixierer. Die administrative Festlegung des Zinssatzes begründete die Banque de France mit der Leitzinsfunktion des Pensionssatzes, der die untere Grenze für den Zinssatz auf dem Interbankenmarkt darstellte. Ein wesentlicher Vorteil dieses Instruments war, daß die Banque de France das Volumen und damit die Geldmengenausdehnung frei bestimmen konnte. Üblicherweise erfolgte etwa sechsmal im Monat eine Ausschreibung für die appels d'offres mit einer Laufzeit von bis zu drei Wochen.

Die Besonderheit der pensions de cinq à dix jours war, daß bei dieser Variante der Wertpapierpensionsgeschäfte die Kreditinstitute jederzeit die Initiative ergreifen konnten, falls sie einen kurzfristigen Liquiditätsengpaß nicht auf dem Geldmarkt decken konnten. Sie dienten somit als letzte Liquiditätsquelle der Banken. Da es keine quantitative Begrenzung gab,<sup>101</sup> fragte eine Bank bei der Banque de France an, zu welchem Zinssatz sie einen bestimmten Kredit erhalten würde. Der zu zahlende Zins wurde von der Banque de France dann festgelegt (sie war hier also nur Preisfixierer) und bildete eine weiche, das heißt in Krisenzeiten durchlässige Obergrenze für den Zinssatz auf dem Interbankenmarkt. Meist lag er etwa 0,5%- bis 1%-Punkt über dem Zinssatz der appels d'offres, so daß diese beiden Leitzinsen der Banque de France eine Art Korridor für den Interbankenmarkt vorgaben. Die pensions de cinq à dix jours wurden von den Banken aufgrund des hohen Zinssatzes nur selten in Anspruch genommen.

<sup>100</sup>Für eine Darstellung der genauen technischen Abwicklung siehe Batten et al. (1990), S. 8f.

<sup>101</sup>Begrenzungen ergeben sich zum einen aus der Notwendigkeit, ausreichend von der Banque de France als Sicherheit akzeptierte Wertpapiere zur Verfügung zu haben und zum anderen aus der Möglichkeit der Zentralbank, dieses Instrument auszusetzen, wie es z.B. 1993 zweimal vorkam. Vgl. Bisignano (1996), S. 25.

Auch bei den *procédures du marché* ließen sich zwei Varianten unterscheiden. Zum einen tätigte die Banque de France sehr kurzfristige direkte Interventionen am Interbankenmarkt, vergleichbar mit einem Wertpapierschnelltender. Sie beeinflusste dabei sehr kurzfristig die Konditionen am Geldmarkt. Zum anderen tätigte die Banque de France Offenmarktoperationen, indem sie auf eigene Rechnung Schatzwechsel kaufte oder verkaufte. Seit 1989 intervenierte die Banque de France der Entwicklung neuer Geldmarktsegmente folgend zur Feinsteuerung der Bedingungen auf dem Geldmarkt auch bei anderen Finanzinstrumenten wie z.B. CDs und *bons des sociétés financière*.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die Banque de France die Zentralbankgeldversorgung des Finanzsystems fast ausschließlich über die *pensions sur appels d'offres* steuerte. Die anderen Varianten der Offenmarktgeschäfte wurden zur Feinsteuerung der Geldmarktzinsen verwendet, indem sie über die Festlegung der Leitzinsen und der Steuerung der Bankenliquidität die Zinssätze auf dem von ihr angestrebten Niveau hielt.

### 2.3. Die Mindestreservpolitik

Das Mindestreserveinstrument wurde in Frankreich seit 1967 angewendet, allerdings in wechselnden Ausführungen als Aktiv- oder Passiv-Mindestreserve.<sup>102</sup> Im Vergleich zur Deutschen Bundesbank nutzte die Banque de France das Mindestreserveinstrument aktiver, so erfolgten wesentlich häufiger Variationen der Mindestreservesätze.<sup>103</sup> Die Mindestreservpolitik wurde insbesondere dann für binnenwirtschaftliche Ziele der Geldpolitik genutzt, wenn die Zinspolitik zur Aufrechterhaltung außenwirtschaftlicher Ziele wie die Stabilisierung des Franc-Kurses im Wechselkursmechanismus des EWS benötigt wurde.<sup>104</sup> So wurden z.B. die Mindestreservesätze gesenkt, wenn die interne Wirtschaftslage eine expansive Geldpolitik erforderte, eine Senkung des Zinsniveaus aber zu unerwünschten Abwertungstendenzen des Franc geführt hätte.

Seit der Einführung einer indirekten, marktorientierten Zinspolitik 1987 war die Mindestreserve das zweitwichtigste Instrument der Banque de France nach der Offenmarktpolitik. Im Unterschied zur deutschen Mindestreserve beruhte das französische System nicht auf monatlichen Durchschnittssollwerten, sondern war stichtagsbezogen auf den Monatsultimo.<sup>105</sup> Um die daraus eventuell resultierende, höhere Volatilität des Tagesgeldzinses am Monatsultimo zu verringern, erlaubte die Bank de France die

<sup>102</sup>Vgl. Mélitz (1991), S. 3 und Mader (1989), S. 128.

<sup>103</sup>Zwischen 1967 und 1970 stiegen die Mindestreservesätze für Sichteinlagen von 1,5% auf 7,5% und für Termineinlagen von 0,5% auf 2,5%, als das Mindestreserveinstrument im Zuge einer indirekten Geldpolitik an Bedeutung gewann (siehe Kapitel F.III.3.). Die Höchstsätze wurden 1974 während der ersten Ölkrise mit 17%, beziehungsweise 7% erreicht. Danach sanken sie wieder deutlich. Vgl. Icard (1994b), S. 20.

<sup>104</sup>Vgl. Bisignano (1996), S. 16, Tabelle 1. Dies entspricht dem Tinbergen-Modell, wonach jedem Ziel (internes versus externes Ziel) ein unabhängiges Instrument (Mindestreservpolitik, Zinspolitik) zugeordnet werden muß.

<sup>105</sup>Vgl. Banque de France (1990), S. 42.

Übertragung eines bestimmten Anteils der Überschußreserven auf die folgende Reserveperiode.<sup>106</sup>

Das Mindestreserveinstrument war von den Entwicklungen im Finanzsystem besonders betroffen und mußte dementsprechend in den letzten Jahren grundlegend modifiziert werden. So erforderte das starke Aufkommen von Finanzierungsgesellschaften, die nicht Banken waren, zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen eine Ausdehnung der Mindestreservepflicht auch auf diese Institutsgruppen. Die Entwicklung neuer Sparformen und kurzfristiger Wertpapiere wie CDs machten deren Einbeziehung in die Bemessungsgrundlage der Mindestreservepflicht notwendig. Der gestiegene internationale Wettbewerb der Finanzplätze führte seit 1990 zu einer sehr deutlichen Herabsetzung der Mindestreservesätze in Frankreich,<sup>107</sup> um die Wettbewerbsnachteile gegenüber mindestreservefreien Finanzsystemen wie Großbritannien zu verringern.

## 2.4. Direkte Kontrollen

Bis in die siebziger Jahre waren direkte Kontrollen in Form von Kapitalverkehrskontrollen und einer quantitativen und qualitativen Kreditpolitik das dominierende Instrument in der französischen Geldpolitik.<sup>108</sup> Sie waren geldpolitisches Kennzeichen einer sehr interventionistisch ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Lange Zeit war man in Frankreich der Überzeugung, daß der Staat über eine direkte Lenkung des Finanzsystems und der Bankenaktivität eine bessere Allokation der Kapitalmittel und damit ein höheres Wachstum erreichen könne als die unsichtbare Hand der Finanzmärkte. Zudem verhinderte die mangelhafte Entwicklung der Finanzmärkte die Anwendung indirekter Instrumente.

Wichtigstes Instrument der direkten Kontrollen war die Begrenzung des Kreditwachstums der Banken. Zusätzlich wurden die Kreditzinsen über Subventionen gesteuert, und die Zinssätze auf Bankeinlagen entweder über ein Verzinsungsverbot oder Zinsobergrenzen reguliert. Von großer Bedeutung zur Absicherung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts waren Kapitalverkehrsvorschriften, die verhinderten, daß von einem negativen Realzinsniveau verursachte Kapitalexporte zu Verlusten an Währungsreserven und zu Abwertungen des Franc führten.<sup>109</sup>

## 2.5. Die Politik der moral suasion

Die Anwendbarkeit dieses Instruments der direkten Beeinflussung des Bankenverhaltens ohne gesetzliche Grundlage wurde in Frankreich von der hohen Konzentration des Publikumsgeschäfts auf vier Institutsgruppen und dem hohen Anteil staatlich kon-

<sup>106</sup>Vgl. Altling (1998), S. 50f.

<sup>107</sup>Der Satz für CDs wurde zur Vermeidung der Anlage des Kapitals auf den Offshore-Märkten im Oktober 1990 auf 0,5% gesenkt, der Satz für Termin- und Spareinlagen wurde von 2% auf 1% gesenkt, der Satz für Sichteinlagen wurde im Mai 1992 gar von 4,1% auf 1%. Vgl. Icard (1994b), S. 20.

<sup>108</sup>Vgl. Quintyn (1991), S. 5-7, Mélitz (1990), S. 394-398 und Chaineau (1986).

<sup>109</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 68 und Lerch (1983), S. 98-102.

trollierter Banken erleichtert.<sup>110</sup> Insbesondere in der Nachkriegszeit wurde es für geld-, ordnungs- und strukturpolitische Zwecke verwendet.

#### **IV. Die Banca d'Italia**

##### **1. Die Funktionen und Organe der Banca d'Italia und ihr Verhältnis zum Schatzamt**

Die Banca d'Italia wurde 1893 durch den Zusammenschluß von drei der sechs zur Emission von Banknoten berechtigten Institute gegründet, als man während einer schweren Finanzkrise eine größere Kontrolle über die Geldmengenentwicklung erreichen wollte.<sup>111</sup> Während einer Finanzkrise 1907 wurde zum ersten Mal die Bedeutung der Banca d'Italia für das Bankensystem als *lender of last resort* offensichtlich. Die konsequente Verfolgung der Bagehot-Rule, das heißt die freizügige Versorgung des Finanzsystems mit Liquidität bei Spannungen im monetären Sektor, verhinderte in Italien ein ähnliches Ausmaß der Krise wie in anderen Ländern.<sup>112</sup> Während des Ersten Weltkriegs wurde der Banca d'Italia als weitere Aufgabe die Kontrolle des Devisenverkehrs und damit die Verantwortung für die Währungsreserven übertragen.

Seit dem Bankgesetz von 1936 ist die Banca d'Italia ein Institut des öffentlichen Rechts, dessen Kapital von öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten und Versicherungen gehalten wird und nicht direkt vom Staat. In diesem Gesetz wurde ihr zudem das Notenausgabemonopol gesetzlich zugestanden, das sie *de facto* bereits seit 1926 ausgeübt hatte. Bis zum Zweiten Weltkrieg dominierte ihre Rolle als Stabilitätsanker der Wirtschaft, indem sie über die Solidität des Finanzsystems wachte, in Krisenzeiten die Sanierung der großen industriellen Staatskonzerne maßgeblich unterstützte und schließlich über die Geldpolitik eine Disziplinierung der Regierungen herbeiführte.<sup>113</sup>

Nach dem Zweiten Weltkrieg gehörten die Umwandlung des Universalbankensystems in ein Trennbankensystem und die Aufhebung der engen Verbindungen zwischen Finanz- und Industriesektor zu ihren Aufgaben, um so die Auswirkungen von Finanzkrisen auf die Gesamtwirtschaft abzuschwächen.<sup>114</sup> 1947 wurde deshalb die Aufsichtsfunktion über das Finanzwesen vom Schatzamt auf die Banca d'Italia übertragen. Des weiteren sollte über die Errichtung eines gut funktionierenden Bankwesens der Wiederaufbau der Industrie und Wirtschaft durch eine vereinfachte Kreditvermittlung unterstützt werden. Ein wesentliches Kennzeichen war dabei das besondere Augenmerk, das auf schwächer entwickelte Regionen gerichtet wurde. Durch die gezielte Förderung der Gründung kleiner, regional tätiger Kreditinstitute erfüllte die Banca d'Italia regionalpolitische Aufgaben. Die daraus resultierende Dominanz kleiner Banken und die starke Zersplitterung des Bankwesens stellt heute eines der Hauptprobleme des

<sup>110</sup>Vgl. z.B. Nardozzi (1983), S. 47f.

<sup>111</sup>Vgl. Hertner (1994), S. 593.

<sup>112</sup>Vgl. Fazio (1994a), S. 86.

<sup>113</sup>Vgl. Lück (1994a), S. 418.

<sup>114</sup>Vgl. Eijffinger/Schaling (1993), S. 80.

italienischen Finanzsystems im gesamteuropäischen Wettbewerb dar. Eine weitere Folge war, daß die Banca d'Italia selbst viele Repräsentanzen in ganz Italien eröffnen mußte, so daß sie ähnlich stark dezentral vertreten ist wie die Deutsche Bundesbank.

Ebenfalls 1947 wurde das Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR), ein interministerielles Komitee für das Spar- und Kreditwesen, gegründet, dem die formale geldpolitische Kompetenz übertragen wurde.<sup>115</sup> Neben dem Gouverneur der Banca d'Italia gehörten ihm sechs Minister an. Vorsitzender des Ausschusses war der Finanzminister, so daß die Regierung die grundlegende geldpolitische Verantwortung in Italien inne hatte. Ähnlich wie in Frankreich besaß die Zentralbank nur beratende Stimme und war für die anschließende Umsetzung der Beschlüsse zuständig. Die Wahl des dafür verwendeten Instrumentariums war ihr freigestellt, so daß sie instrumentell unabhängig war.

Die Regierung wickelt bis heute ihren Zahlungsverkehr über die Zentralbank ab, die Banca d'Italia ist somit Hausbank der Exekutive. Per Dekret wurde der Regierung 1948 eine Kassenkreditfazilität (*conto corrente di tesoreria*) bei der Banca d'Italia eingeräumt, wodurch die finanzielle Unabhängigkeit der Notenbank stark eingeschränkt wurde.<sup>116</sup> Schließlich wurde der Zentralbank zusammen mit dem Ufficio Italiano dei Cambi (UIC) die Verantwortung für die Wechselkurspolitik übertragen.

Eine ausdrückliche Verpflichtung, die Geldwertstabilität der Lira zu gewährleisten, besteht für die Banca d'Italia bis heute nicht. Artikel 47 der Verfassung fordert nur allgemein den gesamten Staat dazu auf, die Ersparnisbildung zu fördern und Sparguthaben zu schützen.<sup>117</sup>

Eine Besonderheit der Banca d'Italia ist, daß sie im Rahmen von Pensionsfonds für Angestellte und der im Statut vorgeschriebenen Reservehaltung Aktienanteile an privatwirtschaftlichen Unternehmen hält, überwiegend von Banken und Versicherungen, aber auch von Industrieunternehmen.<sup>118</sup> Dadurch entsteht die Gefahr, daß es zu Zielkonflikten zwischen den Aufsichtsaufgaben und den Investorinteressen der Notenbank kommt.

An der Spitze der Banca d'Italia steht der Gouverneur, der auch den Vorsitz im vierzehnköpfigen Verwaltungsrat (*Consiglio Superiore*) führt, der sich zusätzlich aus Vertretern der italienischen Regionen zusammensetzt. Der Verwaltungsrat hat keinerlei geldpolitische Funktion, sondern nur verwaltungstechnische Aufgaben. Eine Beson-

<sup>115</sup>Vgl. Lück (1998), S.115f.

<sup>116</sup>Der Umfang der Fazilität stieg bis zu ihrer Abschaffung 1993 auf 14% der Ausgaben des Haushaltsentwurfs zuzüglich eventueller Mehrausgaben im Ausführungsjahr. Diese Regelung verringerte die Budgetrestriktion der Exekutive in hohem Maße und bedeutete, da die Regierung diese Möglichkeit zumeist nützte, eine hohe Monetarisierung der Staatsverschuldung. Diese der Notenbank aufgezwungene Ausdehnung der Geldmenge beeinträchtigte die geldmengenorientierte Geldpolitik der Banca d'Italia stark. Siehe Kapitel F.IV.

<sup>117</sup>Vgl. Lück (1998), S. 172-176 und Eijffinger/Schaling (1993), S. 79.

<sup>118</sup>Z.B. 4,9% an Generali, Italiens größter Versicherung und 2,6% an IFI, einer Industrieholding, die von der Agnelli-Familie kontrolliert wird. Vgl. *The Economist* vom 19.07.1997, S. 68.



derheit in Italien ist, daß der Gouverneur vom Verwaltungsrat vorgeschlagen und gewählt wird. Der Staatspräsident bestätigt lediglich in Absprache mit der Regierung die Wahl.<sup>119</sup> Zudem ist seine Amtszeit unbegrenzt. Dieses als Kooptationsprinzip<sup>120</sup> bezeichnete Recht sichert der Banca d'Italia ein außergewöhnlich hohes Maß an personeller Unabhängigkeit und ist Ausdruck für das hohe Ansehen und die große Macht, die die Zentralbank in Italien besitzt. Zusätzlich ist der Gouverneur – und damit die Banca d'Italia – keinem anderen Verfassungsorgan gegenüber rechenschaftspflichtig. Auch dies stärkt die personelle Unabhängigkeit der Notenbank in Italien.

Der Gouverneur, ein Generaldirektor und zwei Vize-Generaldirektoren bilden das Direktorium (*Direttoria*), das zwar kein statutorisches Organ ist, aber dennoch die Zuständigkeit für die Umsetzung der geldpolitischen Beschlüsse besitzt. Das Direktorium, vier Vertreter des Verwaltungsrats und ein Repräsentant des Schatzamtes bilden das *Comitato del Consoglio Superiore*. Dieser Ausschuß erstellt auf Anfrage des Gouverneurs Gutachten zu ökonomischen Fragen von besonderer Wichtigkeit. Auch eine Übertragung von Kompetenzen des Gouverneurs auf diesen Ausschuß ist möglich.<sup>121</sup>

Die geldpolitische Kompetenz lag formal über Jahrzehnte beim CICR, so daß die funktionelle Unabhängigkeit der Banca d'Italia rechtlich gesehen eingeschränkt war. Dennoch war es aufgrund der fachlichen Kompetenz, dem Ansehen und der Machtfülle der Notenbank de facto das Direktorium der Banca d'Italia, unterstützt vom Chefvolkswirt der Bank, das die geldpolitischen Leitlinien in Italien bestimmte.<sup>122</sup> Die zustimmende Beschlußfassung des CICR zu den Vorlagen der Banca d'Italia stellte im wesentlichen nur einen formalen Vorgang dar. Die funktionelle Unabhängigkeit der Zentralbank war daher schon immer höher als es die rechtlichen Bestimmungen vermuten ließen.<sup>123</sup> Ein Grund für die Machtfülle war sicherlich in der Beständigkeit der Notenbankführung im Vergleich zu der Instabilität italienischer Regierungen zu sehen.<sup>124</sup> Zusätzlich erfüllte die volkswirtschaftliche Abteilung der Banca d'Italia wichtige, für die italienische Wirtschaft grundlegende Aufgaben, die in anderen Ländern von Ministerien wahrgenommen wurden. Dadurch gewann die Banca d'Italia einen Wissens- und Kompetenzvorsprung, den sie zur Erhöhung ihres Einflusses zu nutzen wußte.<sup>125</sup>

1981 erfolgte ein erster Schritt zur Stärkung der finanziellen Unabhängigkeit der Banca d'Italia. Sie wurde von der seit 1975 bestehenden Verpflichtung befreit, die bei der Emission nicht am Markt plazierten, staatlichen Schuldtitel aufzukaufen, mit der bis

<sup>119</sup>Vgl. Lück (1998), S. 135f.

<sup>120</sup>Vgl. Klein (1998), S. 268.

<sup>121</sup>Vgl. Lück (1998), S. 143.

<sup>122</sup>Die außergewöhnliche Machtposition des Gouverneurs wird dabei dadurch verdeutlicht, daß er formal allein – also auch z.B. gegen die Stimmen der restlichen Direktoriumsmitglieder – geldpolitische Beschlüsse fassen konnte.

<sup>123</sup>Vgl. Padoa-Schioppa (1997), S. 111.

<sup>124</sup>Seit dem Zweiten Weltkrieg gab es in Italien mehr als fünfzig Regierungen, aber nur sechs Zentralbankgouverneure.

<sup>125</sup>Die Banca d'Italia gilt in Italien deswegen als bestfunktionierende öffentliche Einrichtung. Vgl. Lück (1994a), S. 422.

dahin die Haushaltsfinanzierung über eine Geldmengenausdehnung gesichert worden war.<sup>126</sup> Im Zuge der Umsetzung der Bestimmungen des Maastrichter Vertrags wuchs die rechtliche Autonomie der Zentralbank weiter. 1991 wurde der Notenbank, beziehungsweise dem Gouverneur, das Recht zugebilligt, eigenständig Leitzinsänderungen vorzunehmen.<sup>127</sup> Zuvor hatte sie solche Schritte nur vorschlagen können. 1993 übernahm die Banca d'Italia vom CICR auch die alleinige Kompetenz für Änderungen in der Mindestreservpolitik<sup>128</sup> und für die Festlegung von Zinsobergrenzen im Aktiv- und Passivgeschäft der Banken. Die rechtliche Ausgestaltung der funktionellen Unabhängigkeit wurde so an die faktische angepaßt. Im November 1993 wurde auch die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbank gesetzlich entscheidend gestärkt, als im Zuge der Umsetzung des Artikels 104 des Maastrichter Vertrags die Kassenkreditfazilität des Staates von 1947 abgeschafft wurde.<sup>129</sup>

Der Unabhängigkeitsgrad der Banca d'Italia entsprach somit bis unmittelbar vor dem Übergang zur EWU nicht völlig den Bedingungen des Maastrichter Vertrags. Die funktionelle Unabhängigkeit der Zentralbank war dadurch eingeschränkt, daß ihr die Geldwertstabilität nicht explizit gesetzlich oder in ihrem Statut als Ziel vorgegeben war.<sup>130</sup> Dieses Ziel ließ sich nur aus dem Verfassungsgebot des Schutzes von Sparguthaben ableiten. Eine Vorlage für eine entsprechende Änderung des Notenbankgesetzes wurde erst im Frühjahr 1998 ins Parlament gebracht.<sup>131</sup> Die Erweiterung der gesetzlichen Unabhängigkeit der Banca d'Italia zum spätestmöglichen Termin beweist die Abneigung der italienischen Regierung, ihr Recht zur Vorgabe geldpolitischer Ziele aufzugeben. Dieses Vorgehen läßt Zweifel an der Entwicklung einer die gesamte Gesellschaft und insbesondere die Politik umfassenden Stabilitätskultur des Landes aufkommen.

## **2. Kennzeichnung der geldpolitischen Instrumente in Italien**

### **2.1. Die Refinanzierungspolitik**

Die Diskontpolitik (ordinary advances) ist auch in Italien das älteste geldpolitische Instrument. Im Unterschied zu anderen Ländern wie etwa Großbritannien wurde es in Italien aber lange Zeit nicht aktiv genutzt. Begünstigt durch die offizielle Nichtpartizipation Italiens am Goldstandard versuchten die konkurrierenden Emissionsbanken bis Mitte der zwanziger Jahre, über einen niedrigen Diskontsatz ihre Geschäftsanteile auszuweiten. In späteren Jahren wurde das Zinsniveau von der Regierung zur Sicherung einer günstigen Finanzierung der Budgetdefizite und zur Förderung der Unternehmensinvestitionen auf ein konstant niedriges Niveau fixiert. Von 1960 bis 1969 blieb

---

<sup>126</sup>Dieser Vorgang wurde als „Scheidung“ von Notenbank und Schatzamt bezeichnet.

<sup>127</sup>Vgl. Gröteke (1996), S. 14 und Fazio (1995), S. 87.

<sup>128</sup>Vgl. BIEB (February 1993b), S. 45.

<sup>129</sup>Vgl. Lück (1998), S. 130f.

<sup>130</sup>Vgl. Gröteke (1997), S. 25.

<sup>131</sup>Vgl. Fazio (1998a), S. 104f.

der Diskontsatz trotz zweier Zahlungsbilanzkrisen im Festkurssystem von Bretton Woods unverändert bei 3,5%.<sup>132</sup>

Die ordinary advances stellten bis zum Übergang zur EWU eine quantitativ eng begrenzte Kreditmöglichkeit der Geschäftsbanken bei der Zentralbank dar und dienten ergänzend der Grundversorgung des Finanzsystems mit Liquidität.<sup>133</sup> Der Diskontsatz, der zugleich Leitzinscharakter hatte, lag unterhalb des Marktniveaus, so daß dieses Instrument eine subventionierte Refinanzierungsquelle der Banken darstellte.<sup>134</sup> Der Diskontsatz bildete dadurch eine untere Begrenzung für das Marktzinsniveau.

Mit einer kontingentierten Spitzenrefinanzierungsfazilität (fixed term advances) verfügte die Banca d'Italia über ein der Lombardpolitik ähnelndes Instrument.<sup>135</sup> Im Gegensatz zu den ordinary advances lag das Initiativrecht der fixed term advances bei der Banca d'Italia und nicht bei den Geschäftsbanken. Die Laufzeit betrug zwischen einem und zweiunddreißig Tagen. Vor 1991 variierte der Aufschlag zum Diskontsatz zwischen 0,5%- und 2,25%-Punkten in Abhängigkeit von der Häufigkeit der Inanspruchnahme der Fazilität. Dadurch sollte auf zu expansive Banken ein disziplinierender Effekt ausgeübt werden. Mit der Umstellung der Mindestreserve auf monatliche Durchschnitts-Sollwerte verlor die Refinanzierungspolitik stark an Bedeutung, da die Banken nicht mehr so häufig zum Ausgleich ihrer Liquiditätsposition auf die fixed term advances zurückgreifen mußten. Deshalb wurde seit Mai 1991 auf die Besonderheit gestaffelter Zinssätze verzichtet, und der Zinssatz dieser nur als letzte Refinanzierungsquelle bei akutem Liquiditätsmangel genutzten Fazilität als einheitlicher Aufschlag auf den Diskontsatz berechnet.<sup>136</sup> Ziel dieser Änderung war eine Reduzierung der Bedeutung der vornehmlich quantitativ orientierten Refinanzierungsfazilitäten zu Gunsten der eher preisorientierten Offenmarktpolitik.<sup>137</sup> Der Zinssatz der fixed term advances stellte daher eine durchlässige Zinsobergrenze für den Interbankenmarkt dar. Die beiden Zinssätze der Refinanzierungspolitik bildeten somit zusammen einen Zinskorridor am Geldmarkt.

## 2.2. Die Offenmarktpolitik

Wichtigstes Instrument der italienischen Offenmarktpolitik waren seit 1979 diskretionäre, nicht in regelmäßigen Abständen stattfindende An- und Verkäufe von Wertpapieren im Pensionsverfahren. Wollte die Banca d'Italia die Liquidität im Bankensystem erhöhen, kaufte sie staatliche Wertpapiere an und verkaufte sie auf Termin zurück an die Banken. Die Banca d'Italia nutzte dieses Instrument aber auch direkt zur Verringerung der Liquiditätsposition des Finanzsystems. In diesem Fall verkaufte sie

<sup>132</sup>Siehe Kapitel F.IV.

<sup>133</sup>Vgl. Angeloni/Prati (1993), S. 10, Fußnote 20.

<sup>134</sup>Die Diskontpolitik begünstigte die kleinen Banken des zersplitterten italienischen Bankensystems. Die Ähnlichkeiten zur deutschen Diskontpolitik waren somit sehr groß.

<sup>135</sup>Vgl. Rossi/Stolfa (1985), S. 280f.

<sup>136</sup>Vgl. Del Giovane (1994), S. 22, Fußnote 12 und Borio (1997b), S. 66f.

<sup>137</sup>Vgl. Ciampi (1992a), S. 165.

Wertpapiere und kaufte sie selbst auf Termin zurück (reverse repo operations).<sup>138</sup> Der Zinssatz dieser Pensionsgeschäfte war wichtigster Orientierungspunkt für den Tagesgeldsatz des Interbankenmarktes. Jedoch schränkte die Unregelmäßigkeit der Wertpapierpensionsgeschäfte den Leitzinscharakter ein.

Ein hohe Bedeutung bei der grundsätzlichen Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld nahmen in Italien seit Oktober 1992 Devisenswaps ein, vorwiegend in US-Dollar und D-Mark.<sup>139</sup> Relativ bedeutend waren zudem Outrightkäufe von Schatzwechseln,<sup>140</sup> wohingegen Offenmarktoperationen in mittel- und langfristigen Wertpapieren eher selten waren.

### 2.3. Die Mindestreservpolitik

1926 wurden in Italien erstmals Mindestreserven eingeführt, um die Konvertibilität von Bankeinlagen in gesetzliche Zahlungsmittel zu sichern. Sie dienten daher ausschließlich der Stabilisierung des Finanzsystems.<sup>141</sup>

1947 wurden im Zuge eines monetären Stabilisierungsprogramms nach dem Zweiten Weltkrieg zum ersten Mal Passivmindestreserven mit dem Ziel der Geldwertstabilitätssicherung eingeführt und blieben seither eines der wichtigsten geldpolitischen Instrumente der Banca d'Italia. Sie wurden mit einem festen, nicht marktorientierten Zinssatz verzinst.<sup>142</sup> Da die Zinspolitik am Wachstumsziel orientiert war und somit nicht für die Kontrolle des Kreditgeschäfts der Banken und damit der Geldmengenentwicklung eingesetzt wurde, nutzte die Banca d'Italia unter anderem das Mindestreserveinstrument zur Steuerung der Geldschöpfung der Banken. Die Bedeutung des Instruments wurde auch dadurch verdeutlicht, daß die italienischen Sätze mit 17,5% über eine lange Periode hinweg trotz gewisser Senkungen aus Gründen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit im Zuge des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen<sup>143</sup> die höchsten in Europa waren.<sup>144</sup> Die Banca d'Italia begründete dies damit, daß die Geldschöpfung der Banken aufgrund der hohen Wachstumsraten der Basisgeldmenge im Zuge hoher, monetär finanzierter Budgetdefizite zur Kontrolle der Gesamtgeldmengenentwicklung in Italien besonders stark eingeschränkt werden mußte.<sup>145</sup> Die Min-

<sup>138</sup> Vgl. BIEB (Oktober 1996b), S. 53 und BIEB (Oktober 1996e), S. 146, Tabelle a27.

<sup>139</sup> Vgl. BIEB (February 1993b), S. 44 und Banca d'Italia (1993), S. 82 sowie BIEB (Oktober 1996e), S. 147, Tabelle a27.

<sup>140</sup> Vgl. BIEB (Oktober 1996e), S. 148, Tabelle a29.

<sup>141</sup> Vgl. Bruni (1993), S. 259.

<sup>142</sup> Anfang der neunziger Jahre z.B. mit 5,5%, vgl. Bruni (1993), S. 257 und BIEB (Oktober 1994), S. 48.

<sup>143</sup> Vgl. Banca d'Italia (1994), S. 85.

<sup>144</sup> Vgl. Borio (1997b), S. 69. Um nach dem Austritt aus dem ERM wieder Kapitalimporte zu fördern und neue Währungsreserven aufzubauen, wurden Bankeinlagen von Ausländern Ende 1992 von der Mindestreservepflicht befreit. Vgl. BIEB (February 1993a), S. 39 und BIEB (Oktober 1992c), S. 70.

<sup>145</sup> Vgl. Ciampi (1991), S. 160.

destreserve diente somit als zentrales Instrument zur Absorption der hohen Bankeinlagenzuwächse im Zuge der monetär finanzierten Budgetdefizite.<sup>146</sup>

Neben verschiedenen Senkungen der Mindestreservesätze wurde seit 1990 eine weitere Kostenentlastung der Banken dadurch erreicht, daß diese bis zu 5% der Mindestreserveeinlagen mobilisieren, das heißt als Arbeitsguthaben verwenden durften. Zusätzlich wurde das Mindestreservesystem von täglich zu erfüllenden Reserveansprüchen auf ein System von monatlichen Durchschnittssollwerten umgestellt. Ziel der Maßnahmen war es, die Liquidität auf dem Geldmarkt zu erhöhen, die Volatilität der kurzfristigen Zinsen zu senken<sup>147</sup> und die Rolle kurzfristiger Zinssätze im geldpolitischen Transmissionsprozeß über eine Verstetigung zu stärken.<sup>148</sup>

In den Jahren 1993/94 wurde die Mindestreservepflicht in Anlehnung an die Zweite EU-Richtlinie auf alle Institutsgruppen ausgedehnt, um Wettbewerbsverzerrungen zu verringern. Aus ähnlichen Gründen wurden CDs und Spareinlagen mit einer Laufzeit von über achtzehn Monaten dagegen aus der Bemessungsgrundlage herausgenommen.<sup>149</sup> 1998 erfolgte schließlich in zwei Schritten eine Absenkung des Satzes von 9% auf den zukünftigen europaweiten Satz von 2%.<sup>150</sup>

#### **2.4. Direkte Kontrollen**

Direkte Kontrollen spielten bis in die achtziger Jahre die dominierende Rolle in der italienischen Geldpolitik und nahmen verschiedene Formen an. Von zentraler Bedeutung waren die Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen. Sie dienten der Aufrechterhaltung des externen Gleichgewichts im Rahmen einer wachstumsorientierten Niedrigzinspolitik, die ansonsten aufgrund des Verstoßes gegen die Renditeparität zu einem massiven Abfluß von Kapital, zu Zahlungsbilanzdefiziten und zu Währungsreserveverlusten geführt und einen ständigen Abwertungsdruck auf die Lira ausgeübt hätte.<sup>151</sup>

Ein weiteres, wichtiges Instrument zur Absicherung der außenwirtschaftlichen Flanke der Wirtschaftspolitik war die Steuerung der Auslandsverschuldung der Banken durch die Zentralbank.<sup>152</sup> In Zeiten von Zahlungsbilanzschwierigkeiten bewirkte die Banca d'Italia mittels eines Verbots der Verschuldung im Ausland, beziehungsweise dem Gebot einer Zurückführung bestehender Auslandsverschuldung, eine Reduzierung der Bankenliquidität. Der dadurch induzierte Rückgang des Geldmengenwachstums bewirkte eine Erhöhung des inländischen Zinsniveaus, dies wiederum einen Rückgang des Kreditvolumens und des Investitionsvolumens und damit schließlich konjunktur-

<sup>146</sup>Vgl. Kneeshaw/Van den Bergh (1989), S. 78 und Mader (1989), S. 130.

<sup>147</sup>Vgl. Angeloni/Prati (1993), Schaubild 1.

<sup>148</sup>Vgl. BIEB (October 1990b), S. 46 und Angeloni/Prati (1993), S. 2f.

<sup>149</sup>Vgl. BIEB (October 1994), S. 48 und BIEB (February 1993b), S. 44.

<sup>150</sup>Vgl. Handelsblatt vom 02.11.1998, Nr. 211, S. 25.

<sup>151</sup>Vgl. Bartolini/Bodnar (1992), S. 2f.

<sup>152</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 208f.

abschwächende, importreduzierende und somit zahlungsbilanzgleichgewichtfördernde Effekte.<sup>153</sup>

Bis zur ihrer endgültigen Abschaffung 1988 benutzte die Banca d'Italia direkte Kreditgrenzen (massimale) zur Kontrolle des Kreditwachstums.<sup>154</sup> Jedoch wurde die Effizienz dieses Instrumentes stark durch die Dominanz des Wachstumsziels und durch hohe Budgetdefizite gemindert. Insbesondere die bis 1981 bestehende Verpflichtung der Banca d'Italia, als Käufer der in Auktionen nicht abgesetzten Schatzwechsel die Finanzierung der Haushaltsdefizite zu garantieren, und die nahezu beliebige Überschreitung der gesetzlich limitierten Kassenkredite der Zentralbank an die Regierung mittels Sonderkreditlinien verhinderten eine Kontrolle des Gesamtkreditvolumens und damit der Geldmengenentwicklung. Zusätzlich wurden die Kreditgrenzen zunehmend umgangen, und die Verzerrungen im Finanzsektor führten zu immer höheren Effizienzverlusten.<sup>155</sup>

Ein besonderes Instrument zur Steuerung des inländischen Kreditvolumens war die Genehmigungspflicht von Wertpapieremissionen der im langfristigen Kreditgeschäft tätigen Sonderkreditinstitute. Ein Emissionsverbot verhinderte die Refinanzierung und damit eine Ausdehnung des Kreditgeschäfts und erzielte dadurch restriktive Wirkungen. Ein direktes Instrument, das dem Wachstumsziel diente, war die Subventionierung von Krediten entweder über die Gewährung eines niedrigen Zinssatzes durch eine der staatlich kontrollierten Banken oder durch direkte Zuweisungen aus dem Staatshaushalt. Des weiteren wurden in Italien über lange Zeit nicht nur die Kreditzinsen, sondern auch die Einlagezinsen der Banken administrativ bestimmt. Eine weitere Einschränkung des Wettbewerbs erfolgte durch die Genehmigungspflicht für die Eröffnung neuer Geschäftsstellen.

Die mit direkten Instrumenten verbundenen Probleme in Form von Wettbewerbsbeschränkungen, allokativen Verzerrungen und die zunehmende Umgehung der Vorschriften führten in Zusammenhang mit der Harmonisierung geldpolitischer Instrumente und mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs im Zuge der europäischen Integration im Laufe der achtziger Jahre zur stufenweise Abschaffung dieser Instrumente.<sup>156</sup>

## 2.5. Die Politik der moral suasion

Das Instrument der moral suasion spielte in Italien schon immer eine besondere Rolle.<sup>157</sup> Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die Instabilität des politischen Systems und den damit verbundenen Schwierigkeiten der Gesetzgebung. So wurden viele der direkten Instrumente mittels moral suasion umgesetzt. Die zunehmende Un-

<sup>153</sup> Andererseits bedeutete die Tilgung von Auslandsschulden einen Kapitalexport und damit eine Verschlechterung der Kapitalbilanz.

<sup>154</sup> Vgl. Tabellini (1988), S. 94.

<sup>155</sup> Vgl. Cottarelli et al (1986), S. 687f.

<sup>156</sup> Vgl. Passacantando (1996), S. 98 und Ciampi (1990a), S. 62.

<sup>157</sup> Vgl. Banca d'Italia (1988), S. 93 und Lück (1998), S. 219.



abhängigkeit der Banca d'Italia und die hohe Autorität der Zentralbank sorgen dafür, daß auch heute noch viele Maßnahmen auf diesem Weg umgesetzt werden.<sup>158</sup>

### **V. Vergleichende Beurteilung der gesetzlichen und faktischen Unabhängigkeit der Notenbanken Großbritanniens, Frankreichs und Italiens**

Artikel 107 EGV legt nicht nur die Unabhängigkeit der EZB fest, sondern bestimmt auch, daß die nationalen Notenbanken als Teil des ESZB weisungsunabhängig sein müssen. Dieses Kriterium stellte daher eine Beitrittsvoraussetzung zur Währungsunion dar. Das von einem Staat gewählte Verfahren zur Umsetzung dieser Vorschrift und die faktische Ausgestaltung der Zentralbankautonomie läßt dabei Rückschlüsse auf die politischen Präferenzen in der betroffenen Volkswirtschaft zu. Eine späte und zögerliche Änderung der Notenbankverfassung kann darauf hinweisen, daß in den betroffenen Staaten die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung auf eine formal unabhängige Zentralbank als unerwünschter Einflußverlust der Regierung auf die Ausgestaltung der Geldpolitik verstanden werden könnte. Dies ließe vermuten, daß die Regierungen dieser Staaten mit der Geldpolitik noch andere Ziele als das Geldwertstabilitätsziel verfolgen würden, was wiederum Anzeichen einer unzureichenden Stabilitätskultur nach der hier getroffenen Definition bedeuten würde.<sup>159</sup>

Von den drei Notenbanken besitzt die Banque de France, wenn man den gesetzlichen Bestimmungen folgt, seit der entsprechenden Gesetzesänderung 1993 formal den höchsten Unabhängigkeitsgrad. Allerdings zeigt die Besetzung des Conseil de la politique monétaire, daß die Exekutive bemüht ist, weiter Einfluß auf die Geldpolitik auszuüben. Insofern mangelt es der Banque de France vor allem an personeller Unabhängigkeit. Die rechtlichen Positionen der Zentralbanken Italiens und Großbritanniens ähnelten sich seit 1997 sehr stark. Beide verfügten über ein hohes Maß an instrumenteller Unabhängigkeit, jedoch wurde beziehungsweise bei der Bank of England wird ihre funktionelle Unabhängigkeit durch die (Inflations-) Zielvorgabe der Regierungen spürbar eingeschränkt. Insofern entsprach die Rechtsstellung der Banca d'Italia bei der Aufnahme Italiens in die EWU nicht völlig den Bestimmungen des Maastrichter Vertrags. Für die Bank of England gilt diese Einschränkung bis heute.<sup>160</sup>

Bei allen drei Notenbanken ist jedoch fraglich, wie weit ihre faktische Unabhängigkeit reicht. Die Streitigkeiten um Ziel und Richtung der Zinspolitik angesichts steigender Arbeitslosigkeit in Frankreich im Frühjahr 1997 machten deutlich, daß der politische und gesellschaftliche Druck auf die Banque de France aufgrund eines nicht allgemeinen Stabilitätskonsens groß ist. Inwieweit die Bank of England ihre neugewonnene Unabhängigkeit nutzen kann, und wie hoch der Einfluß der nicht aus der Bank kommenden Mitglieder im monetary policy committee sein wird, wird sich noch zeigen müssen. Von großer Bedeutung hierfür wird auch die Frage sein, wie ausgeprägt der öffentliche Druck sein wird, wenn eine in Zukunft notwendig werdende restriktive

<sup>158</sup>Vgl. Lück (1994a), S. 422.

<sup>159</sup>Vgl. Hayo (1998), S. 244.

<sup>160</sup>Vgl. Rezmer (1997), S. 27.

Geldpolitik das verfügbare Einkommen der hoch verschuldeten Haushalte einengen würde. Da Zinsänderungen in Italien über die Zinszahlungen sehr starke Auswirkungen auf die Budgetsituation haben, könnte dort der Versuch der Exekutive Bestand haben, Einfluß auf die Geldpolitik zu nehmen.

Zusammenfassend deutet die nur sehr allmähliche Erhöhung der Notenbankunabhängigkeit in Verbindung mit einer alleinigen Verpflichtung auf das Preisstabilitätsziel in den drei betrachteten Staaten darauf hin, daß in der Bevölkerung und in den Regierungen noch Vorbehalte gegen eine autonome Zentralbank bestehen könnten. Dies könnte darauf schließen lassen, daß neben dem Geldwertstabilitätsziel noch andere Ziele in der Geldpolitik – etwa eine Koordinierung mit der Fiskalpolitik zur Steuerung des Volkseinkommens – eine große Rolle spielen. Das Kriterium der Notenbankunabhängigkeit kann somit als erstes institutionelles Indiz für eine im Vergleich zu Deutschland geringere Stabilitätskultur in Großbritannien, Frankreich und Italien gewertet werden.

## **VI. Das Europäische System der Zentralbanken**

### **1. Organe und Rechtsstellung der Europäischen Zentralbank<sup>161</sup>**

Die geldpolitischen Behörden der EWU sind im Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) zusammengefaßt, das als zweistufiges System die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken umfaßt (Art. 106 Abs. 1 EGV und Art. 1.2. der Satzung). In die Zuständigkeit der EZB fällt die Festlegung der geldpolitischen Richtlinien, sie verwaltet die ihr übertragenen Devisenreserven und erfüllt auch die sonstigen Funktionen einer Zentralbank (Art. 3.1. der Satzung).

Die EZB wurde nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank konzipiert.<sup>162</sup> Oberstes Organ der EZB ist der Rat, der sich aus dem Direktorium (siehe unten) und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken zusammensetzt.<sup>163</sup> Nach Artikel 12.1. der Satzung bestimmt der Rat die geldpolitischen Leitlinien der einheitlichen europäischen Geldpolitik. So entscheidet er z.B. über eventuelle Zwischenziele, bestimmt das Leitzinsniveau und regelt die Bereitstellung von Zentralbankgeld. Dabei besitzt jedes Ratsmitglied eine Stimme. Eine Gewichtung der Stimmen der nationalen Notenbankpräsidenten in Abhängigkeit von der Größe ihres Herkunftslandes wurde bewußt ausgeschlossen. Dadurch sollte betont werden, daß die EZB-Ratsmitglieder nicht Vertreter nationaler Interessen sind, sondern daß sie allein das Ziel der Preisstabilität für den gesamten Währungsraum bei ihren Entscheidungen zu beachten haben.<sup>164</sup>

<sup>161</sup> Da es zu dieser Thematik in jüngerer Zeit eine Vielzahl von Veröffentlichungen gegeben hat (vgl. z.B. Ruckriegel (1997), Schieman (1994) oder Alesina/Grilli (1992)), soll die Darstellung hier bewußt kurz gehalten werden.

<sup>162</sup> Vgl. Schieman (1994), S. 311-313 und 318-323.

<sup>163</sup> Vgl. Art. 109a Abs. 1 EGV und Art. 10 der Satzung.

<sup>164</sup> Vgl. Duijm (1998), S. 661f.

Das Direktorium der EZB besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und bis zu vier weiteren Direktoren, wobei alle von den Staats- und Regierungschefs einvernehmlich ausgewählt und ernannt werden.<sup>165</sup> Die Amtszeit der Direktoren beträgt acht Jahre, eine Wiederberufung ist nicht möglich.<sup>166</sup> Das Direktorium ist in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken für die praktische Umsetzung der Geldpolitik verantwortlich. Dabei ist die EZB den nationalen Notenbanken gegenüber weisungsbefugt (Art. 14.3. der Satzung). Außerdem ist das EZB-Direktorium für die tägliche Geschäftsführung der EZB zuständig.

Das dritte Gremium der EZB bildet der Erweiterte Rat. Sein Name beruht auf seiner Zusammensetzung, die zusätzlich zum EZB-Rat die Notenbankgouverneure der EU-Staaten umfaßt, deren Länder nicht Mitglieder der Währungsunion sind.<sup>167</sup> Hauptaufgabe des Erweiterten Rats ist die Abstimmung der Wechselkurspolitik zwischen den EWU-Mitgliedern und den Währungsunionsaspiranten, die im EWS II<sup>168</sup> eingebunden sind. Zusätzlich dient das Gremium der Koordinierung der Geldpolitik zwischen beiden Ländergruppen, um über eine wirtschaftspolitische Konvergenz den Nichtmitgliedern die Möglichkeit zum Beitritt zu eröffnen.<sup>169</sup>

Beurteilt man die funktionelle Unabhängigkeit der EZB, so stellt man als erstes fest, daß ihr statutorisches Hauptziel die Sicherung der Preisstabilität ist.<sup>170</sup> Artikel 107 EGV verbietet dabei der EZB und den nationalen Notenbanken die Annahme von Weisungen von dritter Seite.<sup>171</sup> Als doppelte Absicherung der Weisungsungebundenheit des ESZB verbietet Artikel 107 EGV zusätzlich den Organen der EU und den nationalen Regierungen explizit die Beeinflussung des ESZB bei dessen Aufgabenerfüllung. Die EZB entscheidet somit eigenständig über die quantitative Ausgestaltung des Geldwertstabilitätsziels, die Verfolgung eines Zwischenziels und über den Einsatz ihres geldpolitischen Instrumentariums.

Jedoch soll auch das ESZB, sofern es sein Hauptziel erreicht hat, die Wirtschaftspolitik der EU unterstützen.<sup>172</sup> Diese Bestimmung ähnelt zwar der deutschen Regelung,<sup>173</sup>

<sup>165</sup> Art. 109a Abs. 2 EGV und Art. 11 der Satzung. Eine Absetzung ist nur bei schweren Verfehlungen oder bei Nichterfüllung der Voraussetzungen des Amtes auf Antrag des EZB-Rats oder des Direktoriums selbst möglich. Über diesen Antrag entscheidet der Europäische Gerichtshof. Vgl. Art. 11.4. der Satzung.

<sup>166</sup> Art. 109a Abs. 2 EGV und Art. 11.2. Satz 2 der Satzung.

<sup>167</sup> Art. 45.2. der Satzung.

<sup>168</sup> Für eine allgemeine Darstellung des EWS II siehe z.B. Lamfalussy (1996) oder Duijm/Herz (1996). Die aus dem EWS II resultierenden Eingriffe in die Autonomie der EZB werden im folgenden Kapitel diskutiert.

<sup>169</sup> Vgl. EWI (1997a), S. 49.

<sup>170</sup> Vgl. Art. 105 EGV: „...Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken ist es, Preisstabilität zu gewährleisten...“.

<sup>171</sup> Vgl. Art. 107 EGV: „...Bei der Wahrnehmung der ihnen...übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank...Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten...entgegennehmen...“

<sup>172</sup> Vgl. Art. 105 EGV Satz 2: „...Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das Europäische System der Zentralbanken die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft...“

dennoch könnte die Gefahr einer politischen Beeinflussung der EZB unter Bezugnahme auf das wirtschaftspolitische Unterstützungsgebot größer sein. Denn im Gegensatz zu Deutschland war es in vielen europäischen Ländern über Jahrzehnte üblich, daß die Regierung die Geldpolitik für das Wachstums- und Beschäftigungsziel instrumentalisierte, so daß einzelne Regierungen geneigt sein könnten, relativ frühzeitig einen entsprechenden Beitrag der EZB einzufordern.<sup>174</sup>

Die finanzielle Unabhängigkeit des ESZB wird wesentlich durch Art. 104 Abs. 1 EGV gewährleistet. Dieser verbietet die direkte Kreditgewährung an die öffentliche Hand oder die indirekte Kreditgewährung durch den Ankauf von Schuldtiteln bei der Emission.

Die instrumentelle Unabhängigkeit der EZB wird jedoch – wieder parallel zur Bundesbank – durch Artikel 109 EGV eingeschränkt.<sup>175</sup> Dieser weist dem ECOFIN-Rat, der sich aus den Wirtschafts- und Finanzministern der EU-Staaten zusammensetzt, das Recht zu, nach Anhörung der EZB mit einstimmigen Beschluß Wechselkursvereinbarungen mit Drittstaaten abschließen oder allgemeine Richtlinien für die Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern der EZB vorgeben zu können. Über gegebenenfalls resultierende Interventionsverpflichtungen könnte die EZB die Kontrolle über die Geldmengenentwicklung verlieren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß die formale Unabhängigkeit der EZB außergewöhnlich hoch ist. Da der Vertrag von Maastricht Verfassungsrang besitzt und eine Änderung die Ratifizierung aller nationaler Parlamente erfordern würde, ist die juristische Absicherung der institutionellen Unabhängigkeit der EZB<sup>176</sup> sogar höher einzuschätzen als die der Bundesbank, da das Bundesbankgesetz mit einfacher Mehrheit geändert werden kann.<sup>177</sup>

## **2. Darstellung und Bewertung möglicher geldpolitischer Konzeptionen der Europäischen Zentralbank**

Lange Zeit war zwischen den europäischen Staaten umstritten, welche geldpolitische Konzeption der EZB zugrunde liegen sollte. Zwar legte Artikel 105 EGV eindeutig fest, daß das ESZB das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen habe. Der Maastrichter Vertrag und die Satzung der EZB ließen aber die Frage offen, welche Zwischenziele und welche Instrumente die EZB verwenden würde. Die Problematik bestand darin, daß trotz der noch bestehenden Unterschiede bei den Wirtschaftsstrukturen, insbesondere den Finanzstrukturen, und den bis zum Übergang zur EWU unterschiedlich

<sup>173</sup>Vgl. BbankG, § 12 Satz 1: „...Die Deutsche Bundesbank ist verpflichtet, unter Wahrung ihrer Aufgabe die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen...“.

<sup>174</sup>Siehe Kapitel F.VI.3.

<sup>175</sup>Vgl. Münchau/Luce (1999), S. 5.

<sup>176</sup>Nach Art. 106 EGV und Art. 9.1. der Satzung besitzt die EZB in allen Mitgliedstaaten der EWU Rechtspersönlichkeit.

<sup>177</sup>Vgl. Schieman (1994), S. 312. Eine ausführliche Einschätzung der faktischen Unabhängigkeit der EZB wird an späterer Stelle noch vorgenommen werden.

durchgeführten Notenbankpolitiken ein für alle beteiligten Staaten einheitliches, geldpolitisches Konzept entwickelt werden mußte.<sup>178</sup> Um eine möglichst weitreichende geldpolitische Kontinuität wahren zu können und so einen möglichst geringen Anpassungsbedarf im eigenen Land zu erzeugen, war dabei jede Regierung bemüht, möglichst viele Elemente der bisherigen nationalen Konzeption auf das ESZB zu übertragen.

## **2.1. Zur Frage eines geeigneten Zwischenziels: Geldmengensteuerung oder direktes Inflationsziel?**

Die Diskussion um ein für die EZB geeignetes geldpolitisches Zwischenziel entwickelte sich zu einem Streit zwischen den Anhängern einer geldmengenorientierten Strategie und den Befürwortern eines direkten Inflationsziels. Dabei zeigte sich wiederum eine Spaltung der EU nach Einzelstaaten. Länder wie Deutschland, die selbst eine geldmengenorientierte Geldpolitik betrieben, betonten die Vorzüge dieser Strategie, wohingegen Länder wie Großbritannien und Spanien, die ein direktes Inflationsziel verfolgten, die Vorteile ihrer geldpolitischen Konzeption hervorhoben.<sup>179</sup> Weitere mögliche Zwischenziele wie ein Wechselkursziel, ein Zinsziel oder ein BSP-Ziel wurden vom Europäischen Währungsinstitut (EWI), das mit der Vorbereitung der EWU betraut war, als ungeeignet abgelehnt.<sup>180</sup> In diesem Abschnitt soll anhand der Darstellung der Erfolgsvoraussetzungen und der Funktionsweise beider Strategien entschieden werden, welche geldpolitisches Konzept für die EZB zu bevorzugen ist.

### **2.1.1. Bedingungen, Funktionsweise, Vor- und Nachteile der geldmengenorientierten Zwischenzielstrategie**

In einer geldmengenorientierten Strategie legt die Zentralbank ein Punkt- oder Korridorziel für (meist) ein bestimmtes Aggregat fest. Durch die Veröffentlichung dieser Zwischenzielgröße gibt sie der Öffentlichkeit ein Instrument zur Abschätzung der weiteren Entwicklung der Geldpolitik an die Hand und steuert so die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte. Liegt die Geldmengenentwicklung z.B. über dem angestrebten Ziel, so ist mit einer Verschärfung der Geldpolitik zu rechnen.<sup>181</sup> Ein Vorteil dieser Strategie besteht darin, daß die Orientierung der Geldpolitik an einer einzelnen Richtgröße die Transparenz und Berechenbarkeit geldpolitischer Maßnahmen erhöht, so daß eine stabile Entwicklung der Inflationserwartungen der Öffentlichkeit erreicht werden kann. Ein weiterer, wesentlicher Vorteil der geldmengenorientierten Strategie ist außerdem, daß die beobachtete Geldmenge sehr rasch auf Maßnahmen der Notenbank reagiert. Dies ermöglicht sowohl der Zentralbank selbst als auch der

<sup>178</sup> Vgl. Jarchow (1995).

<sup>179</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (1998b), S. 46f., Bofinger (1994), S. 630, Benkhoff (1996), S. 31 und Dunkel/Fischer/Jünemann (1996), S. 30.

<sup>180</sup> Vgl. EWI (1997a), S. 7-9. So scheidet z.B. ein Wechselkursziel aufgrund der Größe und der relativen Geschlossenheit des Euro-Währungsraumes als geldpolitisches Zwischenziel aus. Für eine allgemeine Darstellung und Bewertung denkbarer geldpolitischer Zwischenziele vergleiche Spahn (1994) und Federal Reserve Bank of New York (1990).

<sup>181</sup> Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank (1998b), S. 36f. oder Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 266-269.

Öffentlichkeit eine rasche Kontrolle der Geldpolitik. Andererseits besteht bei einer strikten Anwendung dieser Methode die Gefahr, daß die Notenbank auf wichtige Informationen anderer Indikatoren verzichtet, die gegebenenfalls der Aussage der Geldmengenentwicklung widersprechen könnten. Allerdings wurde selbst von der Bundesbank, die diese Konzeption am längsten einsetzte, die Geldmengensteuerung nie derart vereinfacht betrieben, sondern zusätzliche Faktoren außer der Geldmengenentwicklung nahmen Einfluß auf den geldpolitischen Entscheidungsprozeß. So spielten bei zinspolitischen Schritten andere volkswirtschaftliche Größen ebenfalls eine Rolle, und das Überschießen von Geldmengenzielen wurde häufig mit technischen Faktoren erklärt. Da die Bundesbank insgesamt aber in Deutschland eine hohe Preisstabilität erreichen konnte, blieb sie trotz relativ häufiger Zwischenzielverfehlungen glaubwürdig.<sup>182</sup>

Die Anwendbarkeit der geldmengenorientierten Strategie hängt wesentlich davon ab, ob eine feste und voraussagbare Verbindung zwischen Geldmenge und zukünftiger Inflation besteht, und ob die Zentralbank mit ihrem Instrumentarium die beobachtete Geldmenge steuern kann. Verschiedene Studien<sup>183</sup> lassen zumindest für die Kernländer vermuten, daß die EWU-weite Geldnachfrage relativ stabil ist. So empfahl Bundesbankpräsident Tietmeyer die Anwendung von Geldmengenzwischenzielen nach Muster der Deutschen Bundesbank, da die fundamentalen monetären Beziehungen im europäischen Währungsraum seiner Ansicht nach noch stabiler seien als in Deutschland, so daß die Voraussetzungen einer Politik der Geldmengensteuerung erfüllt wären.<sup>184</sup> Es ist jedoch möglich, daß es gerade durch die Einführung des Euro zu Umbrüchen in der Geldnachfrage kommt, so daß die Geldmengenentwicklung zumindest temporär ihre Vorhersagbarkeit und Steuerbarkeit verlieren könnte.<sup>185</sup> Resultierende Zwischenzielverfehlungen könnten dann die Glaubwürdigkeit der EZB rasch untergraben, was mit den im Zeitinkonsistenzmodell beschriebenen negativen Konsequenzen einer unglaublichen Geldpolitik verbunden wäre. Für die neugeschaffene EZB besteht daher bei Zielverfehlungen im Falle der Anwendung von Geldmengenzwischenzielen die Gefahr, daß ihr ein Aufbau von Glaubwürdigkeit nicht gelingt. So kommt Bofinger in Analogie zur Geschichte der Bundesbank zu dem Schluß, daß die EZB mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% ihr Zwischenziel verfehlen würde. Das Risiko eines Vertrauensverlusts in die europäische Geldpolitik sieht er daher als sehr groß an und lehnt infolgedessen eine geldmengenorientierte Konzeption der EZB ab.<sup>186</sup>

<sup>182</sup>Vgl. Spahn (1994), S. 696f., Marquardt (1999), S. 2 und Bernanke/Mihov (1997).

<sup>183</sup>Vgl. Cassard/Lane/Masson (1997), Cassard/Lane/Masson (1994), Spencer (1997), S. 1403-1418, Funke (1994), S. 53f. und Artis/Bladen-Hovell/Zhang (1993).

<sup>184</sup>Vgl. Handelsblatt vom 20.11.1995, Nr. 224, S. 7.

<sup>185</sup>Vgl. Dennig (1997), S. 542 und Steltzner (1998), S. 36. Dementsprechend könnte sich in der Europäischen Währungsunion wieder Goodhart's Law bestätigen, daß ein bislang stabiler Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung zusammenbricht, sobald er geldpolitisch genutzt wird.

<sup>186</sup>Vgl. Bofinger (1995), S. 683. Siehe auch Ohr (1996a), S. 77f.



Eine weitere Schwierigkeit der geldmengenorientierten Strategie besteht für die EZB in der Bestimmung eines geeigneten Geldmengenaggregats.<sup>187</sup> Falls sie durch die Wahl eines engen Aggregats die Zahlungsmittelfunktion des Geldes in den Mittelpunkt stellen wollte, wäre die Einbeziehung verzinster Sichteinlagen, wie sie in Italien und Großbritannien vorherrschen, nicht unproblematisch. Die Zusammensetzung des Aggregats bestimmt außerdem die Zinselastizität und damit die Steuerbarkeit der Geldmenge. So verringert z.B. die Einbeziehung verzinster Sichteinlagen die Zinselastizität der Geldmenge, da die Wirtschaftssubjekte die Haltung dieser Sichteinlagen im Falle einer restriktiven Geldpolitik nicht aus Opportunitätskostenüberlegungen abbauen müßten. Dies kann dazu führen, daß die Reaktion des beobachteten Geldmengenaggregats nach einem Zinsschritt der EZB in den Einzelstaaten sehr unterschiedlich ausfällt.

Ein zusätzliches Problem der Verwendung eines Geldmengenziels durch die EZB betrifft die Quantifizierung der Zielvorgabe.<sup>188</sup> Orientiert sich die EZB analog zur Bundesbank an der erwarteten Steigerung des Produktionspotentials, an der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit und an einer unvermeidbaren Inflationsrate, so muß damit gerechnet werden, daß diese Größen in den einzelnen Ländern vor allem zu Beginn der Währungsunion sehr unterschiedlich ausfallen. Dann stellt sich für die EZB wieder die Frage, an welchen Mitgliedern sie sich orientieren soll. Wählt sie einen aggregierten Durchschnitt als gesamteuropäische Größe als Orientierungsmaßstab – wie es die nationalen Notenbanken bislang für ihr Währungsgebiet taten – so kann dieses Geldmengenziel nicht den Erfordernissen aller Einzelstaaten entsprechen. In Ländern, die stärker als der europäische Durchschnitt wachsen, bestünde dadurch die Gefahr einer zu geringen Liquiditätsversorgung der Volkswirtschaften und damit von Wachstumsverlusten. In Staaten mit unterdurchschnittlichem Wachstum könnten dagegen Inflationspotentiale entstehen.<sup>189</sup> Über entsprechende Reaktionen der Zinssätze auf den Finanzmärkten müßte es dann zu ausgleichenden Kapitalströmen innerhalb des Währungsunionsgebiets kommen. Wäre das Ausmaß der innereuropäischen Liquiditäts- und Kapitalströme nicht ausreichend, würde ein einheitliches Geldmengenziel somit zu ungleichen regionalen Wirtschaftsentwicklungen in der EWU führen. Im Gegensatz zu den bisherigen Nationalstaaten würden diese Divergenzen jedoch aufgrund des Fehlens einer politischen Union nicht über andere Instrumente wie innerstaatliche Transfers zu einem bedeutenden Teil ausgeglichen werden. Somit besteht die Gefahr, daß ein Geldmengenziel zu einer wirtschaftlich divergenten Entwicklung der Einzelstaaten in der EWU beiträgt.

<sup>187</sup>Vgl. Dennig (1998), S. 619-621.

<sup>188</sup>Vgl. Ohr (1996b), S. 26f. und Ohr (1993a), S. 28f.

<sup>189</sup>Filc (1996), S. 212-216 weist als weiteres Beispiel darauf hin, daß sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in Frankreich und Deutschland seit den neunziger Jahren sehr unterschiedlich entwickelt hat. Ungeklärt bleibt, ob es sich dabei um ein temporäres Phänomen (etwa im Zuge der Wiedervereinigung) oder um eine dauerhafte Entwicklung gehandelt hat.

### 2.1.2. Bedingungen, Funktionsweise, Vor- und Nachteile des direkten Inflationsziels

Die Effektivität eines direkten Inflationsziels hängt dagegen im wesentlichen von der Fähigkeit der Zentralbank ab, die zukünftige Entwicklung des Geldwertes korrekt prognostizieren und effizient kontrollieren zu können. Daher muß sie über ein verlässliches Modell der Transmissionsmechanismen verfügen, um ihre Instrumente zielgenau einsetzen zu können. Wird diese Bedingung nicht erfüllt, kann dies entsprechende negative Konsequenzen haben.<sup>190</sup>

Zentrales Element des direkten Inflationsziels ist die Steuerung der Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte. Da das Ziel einer Inflationsrate für einen Großteil der Bevölkerung einfacher verständlich ist als die Zielvorgabe für ein Geldmengenaggregat, können die Erwartungen mit Hilfe eines direkten Inflationsziels besser beeinflusst werden. Ist die Veröffentlichung einer angestrebten Preissteigerungsrate glaubhaft, so dient diese als Orientierungsgröße für die Erwartungen der Wirtschaftsakteure. Eine entsprechende Ausgestaltung von Verträgen in der Wirtschaft gewährleistet dann die Realisierung dieser Preissteigerungsrate.<sup>191</sup>

Eine Schwierigkeit der Strategie des direkten Inflationsziels besteht in der Verwendung zahlreicher makroökonomischer Daten zur Erstellung der notwendigen Inflationsprognose (Multi-Indikatoren-Konzept). Zum einen stellt sich die Frage, wie die Notenbank einzelne Faktoren in ihrer Inflationsprognose gewichten soll. Letztlich ist die Entwicklung eines ausgefeilten Modells der Volkswirtschaft erforderlich. Zum anderen werden sich einzelne Indikatoren in ihrer Inflationsaussage widersprechen, so daß die Prognose unsicher wird, und es zu einer willkürlichen Auslegung der Daten kommen kann.<sup>192</sup>

Ein weiteres Problem des direkten Inflationsziels ist die Erfolgskontrolle geldpolitischer Maßnahmen. Da die Inflationsrate auf Maßnahmen der Zentralbank deutlich später reagiert als Geldmengenaggregate, also noch größere Time-lags bestehen, ist es für die geldpolitischen Akteure häufig schwierig, die Angemessenheit ihrer Maßnahmen zu beurteilen. Verschärft wird dieser Nachteil aus Sicht der EZB noch dadurch, daß für den einheitlichen, europäischen Währungsraum keine Erfahrungswerte vorliegen.<sup>193</sup>

Das dritte Kernproblem des „inflation targeting“ besteht in der Kontrollierbarkeit der Inflationsentwicklung durch die Notenbank. Zwar spielen wirtschaftliche Faktoren, auf die die Notenbank keinen direkten Einfluß hat, auch bei der Entwicklung von Geldmengenaggregaten eine bedeutende Rolle. Dennoch scheinen Zahl und Gewicht der Faktoren, die auf die Preisentwicklung Einfluß nehmen, ungleich gravierender, so

<sup>190</sup> Vgl. Reither (1998), S. 212. So beschädigten z.B. zu negative Inflationsprognosen das Ansehen der Bank of England in Großbritannien. Vgl. The Economist vom 21.09.1996, S. 42.

<sup>191</sup> Vgl. Dueker/Fischer (1996), S. 21 und Bofinger (1995), S. 684f.

<sup>192</sup> Vgl. Illing (1998), S. 498.

<sup>193</sup> Vgl. Issing (1996b), S. 18.

daß der relative Einfluß der Notenbank geringer ausfällt. So beeinflussen das Verhalten der Tarifparteien, exogene Schocks oder fiskalische Maßnahmen von Regierungen direkt die Preisentwicklung, führen jedoch nicht unmittelbar zu trendmäßigen, dauerhaften Veränderungen der Geldnachfrage und somit einer Destabilisierung des Geldmengen-Preis-Zusammenhangs. Aufgrund dieser im Vergleich zur Entwicklung eines Geldmengenaggregats geringeren Kontrollmacht der Notenbank über die Inflationsentwicklung scheint es im Falle eines direkten Inflationsziels noch schwieriger zu entscheiden, in welchem Maß die Notenbank für eine etwaige Zielverfehlung verantwortlich ist.<sup>194</sup> Schließlich sind Sanktionen gegen Maßnahmen, die eine Notenbank vor zwei Jahren zur Steuerung der Preisentwicklung getroffen hat, im Mißerfolgsfall kaum sinnvoll durchsetzbar.<sup>195</sup>

Ein weiterer Nachteil des direkten Inflationsziels gegenüber einer geldmengenorientierten Strategie besteht beim Auftreten negativer Angebotsschocks. Eine Notenbank, die streng ihr Inflationsziel verfolgt, müßte mit einer Verschärfung ihrer Geldpolitik reagieren, um Preissteigerungstendenzen zu unterdrücken. Dadurch käme es zu einer den ursprünglichen Schock übersteigenden Verschärfung des realwirtschaftlichen Einbruchs. Bei einem produktionspotential-orientierten Geldmengenziel, wie es die Deutsche Bundesbank verfolgte, wäre die Ausdehnung der Geldmenge gemessen am tatsächlichen Wirtschaftswachstum dagegen verhältnismäßig expansiv, so daß die Geldpolitik das Volkseinkommen stabilisierende Wirkungen hätte.<sup>196</sup>

Schließlich wird die Meinung vertreten,<sup>197</sup> daß eine Regierung auf die Zentralbank leichter politischen Druck ausüben könne, wenn diese ein Inflationsziel anstelle eines Geldmengenziels verfolge. Da die Geldmengenentwicklung beim Vorliegen eines direkten Inflationsziels weniger im Zentrum der öffentlichen Betrachtung stehe und zudem mit einer stark verzögerten Auswirkung auf die Inflationsrate zu rechnen sei, könnte die Notenbank in diesem Fall eher bereit sein, dem Druck der Regierung in Richtung einer stärkeren Ausdehnung der Geldmenge zur Erzielung kurzfristig expansiver Effekte nachzugeben.

### **2.1.3. Beurteilung der Eignung eines Geldmengenziels oder eines Inflationsziels als geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank**

Zusammenfassend sprechen der größere Einfluß der Zentralbank und die raschere Reaktion der Geldmenge dafür, ein geldmengenorientiertes Zwischenziel als Erfolgsmaßstab der EZB-Politik zu wählen.<sup>198</sup> Ein weiterer Vorteil der Anwendung einer geldmengenorientierten Strategie durch die EZB wird in möglichen Glaubwürdigkeitsgewinnen gesehen. Durch die Anwendung des geldpolitischen Konzepts der geldwertorientiertesten Zentralbank in Europa könnte sich eine geldpolitische Kontinuität entwickeln, die die Übertragung der Glaubwürdigkeit der Bundesbank auf die

<sup>194</sup> Vgl. von Hagen/Neumann (1996), S. 144.

<sup>195</sup> Vgl. Begg (1997), S. 13f.

<sup>196</sup> Vgl. Illing (1998), S. 498f.

<sup>197</sup> Vgl. Cukierman (1995), S. 208.

<sup>198</sup> Vgl. Duisenberg (1997), S. 2f.

EZB erleichtert würde.<sup>199</sup> Für ein direktes Inflationsziel sprechen dagegen die größerer Öffentlichkeitswirkung und damit die direktere Beeinflußbarkeit der Erwartungen sowie die Unabhängigkeit der Strategie von Instabilitäten der Geldnachfrage.

Die tatsächlichen Unterschiede zwischen der geldmengenorientierten Strategie und einem direkten Inflationsziel sind in der Praxis aufgrund ihrer häufig pragmatischen Handhabung jedoch nicht besonders groß. Beide Konzeptionen haben die Geldwertstabilität als Ziel, sind zukunftsorientiert und bedienen sich einer Vielzahl von Frühindikatoren zur Abschätzung der Inflationsentwicklung.<sup>200</sup>

Der größte Unterschied besteht in der Rolle von Geldmengenaggregaten.<sup>201</sup> Bei der Strategie der Geldmengensteuerung stellen sie die zentrale Orientierungsgröße für geldpolitische Entscheidungen dar und dienen über ihre Veröffentlichung der Steuerung der Inflationserwartungen. Beim direkten Inflationsziel verliert die Geldmenge dagegen ihre hervorgehobene Rolle und ihre Zielfunktion, sie wird zu einem Indikator unter vielen. Etwaige Schwankungen der Geldmenge werden durch das Verhalten anderer Indikatoren relativiert. Der Nachteil dieses Konzept der multiplen Indikatoren besteht in einem komplexeren Meinungsbildungsprozeß in den geldpolitischen Entscheidungsgremien und in einer erschwerten Steuerung der Erwartungsbildung der Wirtschaftsteilnehmer. Je nach Gewichtung der Indikatoren kann häufig aus der Vielzahl der beobachteten Kennzahlen jede geldpolitische Ausrichtung abgeleitet werden.<sup>202</sup> Aufgrund der ökonomischen Komplexität der Inflationsprognose, der oft unterschiedlichen Aussage der zahlreichen, beobachteten Größen und der fehlenden Transparenz ist daher sowohl für die geldpolitischen Entscheidungsträger als auch für die Wirtschaftsakteure die Einschätzung der zukünftigen Preisentwicklung und der zu erwartenden Geldpolitik schwieriger.<sup>203</sup> Dies könnte dazu führen, daß die Steuerung der Inflationserwartungen behindert wird und Unsicherheiten entstehen.

#### **2.1.4. Die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank**

Der Rat der Europäische Zentralbank entschied sich im Herbst 1998 für eine Kombination aus beiden geldpolitischen Ansätzen, die als „Zwei-Säulen-Strategie“ bezeichnet wird.<sup>204</sup> Demnach arbeitet die EZB mit einem offiziellen Referenzwert für die Geldmengenentwicklung, das um Elemente des direkten Inflationsziels ergänzt wird.

<sup>199</sup> Vgl. Enoch/Quintyn (1996), S. 28.

<sup>200</sup> Vgl. Duisenberg (1997), S. 2, Moutot (1997), S. 233f., Weinert et al. (1998b), S. 50 und Pringle (1996), S. 22.

<sup>201</sup> Vgl. Issing (1998b), S. 7.

<sup>202</sup> Diese Schwierigkeit des Inflationsziels wird in angelsächsischen Ländern als das Problem des „looking at everything“ bezeichnet.

<sup>203</sup> Vgl. Issing (1998a), S. 5.

<sup>204</sup> Vgl. EZB (1999b), S. 52-55, Duisenberg (1998b), S. 9-11, Noyer (1998), S. 12-14 und Clement/Terlau (1999), S. 180-182.

Da Inflation letztendlich ein monetäres Phänomen sei, komme der Geldmengenentwicklung als erste Säule der EZB-Strategie eine herausragende Rolle zu. Die bewußte Entscheidung, zukünftig nicht mehr von einem Geldmengenziel sondern von einem Referenzwert zu sprechen, weist jedoch auf eine im Vergleich zur Konzeption der Bundesbank verringerte Bedeutung der Geldmengenentwicklung hin.<sup>205</sup> Begründet wurde diese Entscheidung von der EZB damit, daß man vermeiden wolle, daß die Finanzmärkte mechanisch Zinsschritte der Notenbank erwarten würden, wenn die Geldmenge ihren Zielkorridor verlassen würde.<sup>206</sup> Zudem befürchtete man Instabilitäten der Geldnachfrage im Zuge der Einführung des Euro.<sup>207</sup> Um die Abhängigkeit von kurzfristigen Schwankungen der Geldmenge zusätzlich zu reduzieren, beobachtet die EZB im Gegensatz zur Bundesbank außerdem gleitende Dreimonats-Durchschnitte der Geldmengenentwicklung und keine Monatswerte.<sup>208</sup>

Ausschlaggebend für geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rats ist stattdessen die mit Hilfe eines Multi-Indikatoren-Konzepts erstellte Inflationsprognose als zweite Säule der geldpolitischen Strategie der EZB.<sup>209</sup> Dabei will die EZB, gestützt auf ein breites Spektrum monetärer und allgemeiner Wirtschaftsdaten, frühzeitig Gefahren für die Preisstabilität erkennen und dementsprechend ihre Geldpolitik ausgestalten.<sup>210</sup> Die EZB setzte sich das Ziel, mittelfristig einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindizes (HVPI) von unter zwei Prozent jährlich zu erreichen.<sup>211</sup> Diese quantitative Zieldefinition soll als feste Orientierungsgröße die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte stabilisieren und die Transparenz und Glaubwürdigkeit der EZB-Politik erhöhen.<sup>212</sup>

Auf die Veröffentlichung ihrer Inflationsprognose – ein Kernelement des direkten Inflationsziels – verzichtet die EZB aber.<sup>213</sup> Zur Gewinnung von Glaubwürdigkeit und zur Stabilisierung der Inflationserwartungen erläutert die EZB stattdessen regelmäßig

<sup>205</sup> Als zentrales Geldmengenaggregat wurde eine um Geldmarktpapiere und -fonds erweiterte Definition von M3 ausgewählt. Für 1999 wurde dem potentialorientierten Verfahren der Bundesbank folgend ein Referenzwert für das Geldmengenwachstum von 4,5% festgelegt. Vgl. Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 01.12.1998, S. 8.

<sup>206</sup> Vgl. EZB (1999b), S. 53 und Noyer (1998), S. 13. Das spanische EZB-Ratsmitglied Solans meinte hierzu, daß der EZB-Rat auf eine vom Referenzwert abweichende Entwicklung der Geldmenge nicht reagieren werde, solange der mittelfristige Ausblick keine Inflation signalisiere. Die EZB werde in diesem Fall aber bemüht sein, diese Abweichungen der Geldmengenentwicklung zu erklären. Vgl. FAZ vom 22.10.1998, Nr. 245, S. 17.

<sup>207</sup> Vgl. Remsperger (1999a), S. 7.

<sup>208</sup> Vgl. Noyer (1998), S. 13.

<sup>209</sup> Vgl. EZB (1999c), S. 27-39 und Duisenberg (1998b), S. 10.

<sup>210</sup> Vgl. Remsperger (1999a), S. 7.

<sup>211</sup> Aufgrund des zu erwartenden Meßfehlers in der amtlichen Preisstatistik verzichtete die EZB auf die Festlegung einer angestrebten Inflationsuntergrenze. Vgl. Herdt/Häring (1998), S. 13.

<sup>212</sup> Vgl. EZB (1999b), S. 50f.

<sup>213</sup> Vgl. FAZ vom 15.10.1998, Nr. 239, S. 18, Handelsblatt vom 15.10.1998, Nr. 199, S. 39 und Reither (1998), S. 207f. Begründet wurde diese Entscheidung mit der aufgrund der noch unzureichenden statistischen Datengrundlage zu hohen Prognoseunsicherheit. Vgl. Remsperger (1998b), S. 3f. Die Nichtveröffentlichung der internen Inflationsprognose der EZB bedeutet jedoch einen geldpolitischen Transparenzverlust.



ausführlich ihre Analysen zur Entwicklung der Geldmenge. Diese Transparenz soll es der EZB gegebenenfalls ohne eine Einbuße an Reputation ermöglichen, auf Sonderfaktoren hinzuweisen, die die Entwicklung der Geldmenge kurzfristig verzerren könnten. Eine mechanisch an den kurzfristigen Schwankungen der Geldmenge ausgeübte Geldpolitik soll vermieden werden, stattdessen will die EZB die vorausschauende, mittelfristige Orientierung ihrer Entscheidungen betonen. Diese flexible Anwendung einer geldmengenorientierten Strategie wurde bewußt gewählt, da die EZB gerade in der Übergangszeit zur neuen Währung und im Zuge der Herausbildung eines einheitlichen Finanzmarktes mit Instabilitäten der Geldnachfrage rechnet und zudem anfänglich statistische Erfassungsprobleme bestehen.<sup>214</sup> Insgesamt handelt es sich also um eine sehr pragmatische Ausgestaltung der Geldpolitik.

Positiv an der Strategie der EZB ist zu beurteilen, daß durch die weiterhin bestehende Betonung der Geldmengenentwicklung mögliche widersprüchliche Aussagen und Interpretationsspielräume eines Multi-Indikatoren-Konzepts in der öffentlichen Diskussion vermieden wurden. Dies sollte zu einer Verstetigung der Geldpolitik beitragen. Die gewählte hohe Flexibilität verhindert zudem eine mechanische Ausgestaltung geldpolitischer Entscheidungen, so daß diese einfacher an die gesamtwirtschaftlichen Bedürfnisse angepaßt werden können. Andererseits können dadurch aber auch Unsicherheiten auf den Finanzmärkten über die weitere Entwicklung der Geldpolitik und damit eine höhere Volatilität der Zinsen und Wertpapierkurse verursacht werden.<sup>215</sup> Insgesamt entschied sich der EZB-Rat für eine Strategie, die derjenigen der Bundesbank sehr ähnelt. Diese Fortführung der Bundesbankpolitik deutet darauf hin, daß man hofft, deren Reputation auf die EZB zu übertragen.

Jedoch muß kritisch gefragt werden, inwieweit es sinnvoll ist, die Geldmengenentwicklung in den Blickpunkt der Öffentlichkeit zu stellen, wenn der EZB-Rat seine geldpolitischen Entscheidungen in der Praxis anhand einer aus einer Vielzahl von Indikatoren abgeleiteten, umfassenden Inflationsprognose trifft. Sobald sich Geldmengenentwicklung und Inflationsprognose widersprechen, entsteht für die EZB ein großer Erklärungs- und Rechtfertigungsbedarf. Da sie sich dabei unweigerlich auf ihre Inflationsprognose berufen muß, wäre zu überdenken, ob nicht doch die Veröffentlichung der erwarteten Inflationsentwicklung trotz der noch bestehenden Unsicherheiten die transparentere und überlegene Strategie mit dem Ziel einer Steuerung der Inflationserwartungen gewesen wäre.<sup>216</sup>

<sup>214</sup>Vgl. Hutter (1998), S. 1.

<sup>215</sup>Vgl. The Economist vom 31.10.1998, S. 91.

<sup>216</sup>Vgl. Herz (1999), S. 2 und Marquardt (1999), S. 2. Beispielhaft sei die Leitzinssenkung um einen halben Prozentpunkt vom 8. April 1999 angeführt. Obwohl das Geldmengenwachstum zu diesem Zeitpunkt bei über 5% lag – und damit oberhalb des Referenzwertes von 4,5% – entschied sich die EZB aufgrund einer günstigen Inflationsprognose zu diesem Schritt (vgl. EZB (1999c), S. 5f.). Diese Vernachlässigung der in ihrer Strategie eigentlich zentralen Geldmengenentwicklung löste an den Finanzmärkten Spekulationen über einen Paradigmawechsel der EZB von einer Strategie der Geldmengensteuerung hin zu einer Strategie der Konjunktursteuerung aus und belastete so die Glaubwürdigkeit der EZB. Vgl. z.B. Schmieding (1999), S. 35 oder Neue Züricher Zeitung vom 09.04.1999, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 22 vom 09.04.1999, S. 7.



## 2.2. Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken

Neben den bekannten Zielen der Geldwerterhaltung und der Sicherung der Stabilität des Finanzsystems, die die EZB mit ihren Instrumenten effizient erreichen können muß, ist sie im Sinne des europäischen Binnenmarktes besonders dazu verpflichtet, darauf zu achten, daß ihr geldpolitisches Instrumentarium nicht zu Wettbewerbsverzerrungen zwischen unterschiedlichen Finanzinstitutionen oder zwischen Banken aus unterschiedlichen Staaten führt.<sup>217</sup> Dies macht es erforderlich, daß die EZB ein möglichst weites Spektrum der bisher in den Teilnehmerstaaten verwendeten Instrumente einsetzt, um nicht in einzelnen Ländern überdurchschnittliche, die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigende Umstellungskosten zu erzeugen.

In diesem Zusammenhang kann es als nachteilig angesehen werden, daß das endgültige Instrumentarium der EZB erst sehr spät feststand. Um die in Kapitel D geschilderte notwendige Angleichung der nationalen Finanzstrukturen zu fördern, wäre eine frühzeitige Bekanntgabe des geldpolitischen Instrumentariums und damit eine Verlängerung des Anpassungszeitraums der nationalen Finanzsysteme zu begrüßen gewesen.<sup>218</sup>

Als zusätzliche Kriterien bei der Auswahl der geldpolitischen Instrumente des ESZB nannte das EWI die Marktkonformität, einen möglichst hohen Dezentalisierungsgrad sowie Einfachheit und Transparenz.<sup>219</sup> Aufgrund der Anforderung der Marktkonformität wurden Instrumente wie quantitative Kreditgrenzen oder Zinsreglementierungen, die früher in vielen Mitgliedstaaten angewendet wurden, vertraglich für das ESZB ausgeschlossen.

### 2.2.1. Die Offenmarktpolitik des ESZB

Wie die bisherigen nationalen Notenbanken beabsichtigt die EZB mit ihren Instrumenten eine Steuerung des Geldmarktzinsniveaus.<sup>220</sup> Hauptinstrument des ESZB zur Steuerung des kurzfristigen Marktzinsniveaus ist die Offenmarktpolitik<sup>221</sup> Ausschlaggebend hierfür ist – wie schon bislang in den Einzelstaaten – die hohe Flexibilität des Instruments.

<sup>217</sup> Vgl. Bofinger (1995), S. 680. Aus Gründen der Wettbewerbsgerechtigkeit und der Effizienz strebt die EZB einen möglichst großen Kreis von Geschäftspartnern bei ihren Operationen an. Ein System weniger primary dealers, wie es in Großbritannien vorliegt, soll daher vermieden werden. Vgl. EWI (1997b), S. 10f.

<sup>218</sup> Vgl. Ohr (1996b), S. 27f.

<sup>219</sup> Vgl. EWI (1997a), S. 15.

<sup>220</sup> Die theoretische Alternative einer Steuerung der Geldbasismenge erwies sich in der Praxis (USA 1979-1982) aufgrund der mit ihr verbundenen starken Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze als nicht praktikabel. Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 281f.

<sup>221</sup> Für eine tabellarische Übersicht über die offenmarktpolitischen Instrumente der EZB siehe EZB (1998), S. 17, Tabelle 1.

Wichtigstes Einzelinstrument zur Steuerung des Geldmarkts sind dabei die von der EZB wöchentlich angebotenen Offenmarktgeschäfte mit zweiwöchiger Laufzeit.<sup>222</sup> Im Rahmen von Pensionsgeschäften oder gegen die Verpfändung von Wertpapieren können die Geschäftsbanken dabei bei der EZB Kredit aufnehmen. Der Zinssatz dieses Hauptrefinanzierungsinstruments übernimmt als wichtigster Leitzins des ESZB eine bedeutende Signalfunktion. Dieses System ähnelt somit stark den bisherigen französischen und deutschen Verfahren. Die Deutsche Bundesbank gestaltet diese Offenmarktgeschäfte aber nicht mehr als Pensionsgeschäfte („Repos“) aus, sondern führt sie gegen die Verpfändung von refinanzierungsfähigen Sicherheiten („Refis“) aus.<sup>223</sup>

Um eine administrative Vereinfachung der Geschäftsabwicklung zu erreichen, legte dabei jede Bank einen Sicherheitenpool bei der zuständigen Notenbank an, der zur Absicherung aller Aktionen mit der Zentralbank dient. Als Sicherheiten können hierfür marktgängige Schuldtitel (Kategorie 1) und nicht marktfähige Schuldtitel einwandfreier Bonität (Kategorie 2) verwendet werden.<sup>224</sup> Da die Titel der Kategorie 2 von den nationalen Notenbanken bestimmt werden können, kann diese auf Besonderheiten des jeweiligen Finanzsystems Rücksicht nehmen.<sup>225</sup> Dadurch sollen die Umstellungskosten in den nationalen Finanzsystemen verringert werden. Andererseits kann durch diese vielfältige Auswahl möglicher Sicherheiten auch der Druck in Richtung einer Angleichung der Finanzstrukturen reduziert werden.<sup>226</sup>

Die Sicherheiten der Kategorie 2 sind vor allem für die als nächstes zu beschreibenden langfristigen Offenmarktgeschäfte von Bedeutung. Zur Grundversorgung des Bankensystems mit Liquidität können die nationalen Zentralbanken seit Beginn der Währungsunion zusätzlich zum Hauptrefinanzierungsinstrument monatlich ein Offenmarktgeschäft mit dreimonatiger Laufzeit anbieten.<sup>227</sup> Da dieses Instrument in Deutschland die bisherige Diskontpolitik ersetzt, beschloß die Bundesbank, hierbei zur Wahrung der Kontinuität bevorzugt Handelswechsel als Sicherheiten zu akzeptieren.<sup>228</sup> Gegenüber der bisherigen Diskontpolitik wird sich jedoch eine Verteuerung von Wechselkrediten ergeben, da der Zinssatz der langfristigen Offenmarktgeschäfte

<sup>222</sup>Vgl. EZB (1998), S. 14 und Ruckriegel (1997), S. 1136-1138.

<sup>223</sup>Vgl. Remsperger (1998a), S. 30.

<sup>224</sup>Vgl. EZB (1998), S. 39-50 und Enoch/Hilbers/Kovanen (1997), S. 18-21. Diese verstärkte Einbindung privater Schuldtitel in die Offenmarktpolitik entspricht der Forderung, privatwirtschaftliche Sicherheiten gegenüber staatlichen Wertpapieren wieder zu fördern. Vorteile werden dabei in einem engeren realwirtschaftlichen Bezug der Geldpolitik gesehen. Zudem könnte ein sehr hohes Gewicht öffentlicher Wertpapiere aufgrund der dadurch steigenden Attraktivität der Staatspapiere einen Verstoß gegen den Rechtsgedanken der Artikel 104 und 104a EGV darstellen. Vgl. Menkhoff (1995), S. 316f., Zeitler (1995), S. 358, Frenkel/Klein (1991), S. 139 und Tietmeyer (1994), S. 2.

<sup>225</sup>Vgl. EWI (1997b), S. 37-41.

<sup>226</sup>Vgl. Gros (1998), S. 15.

<sup>227</sup>Vgl. EZB (1998), S. 14.

<sup>228</sup>Vgl. Kubista (1997), S. 33.

(„Basiszins“) nicht mehr subventioniert, sondern marktnah sein wird.<sup>229</sup> Während zudem bei der Diskontpolitik der Bundesbank jedes Kreditinstitut sein festes Rediskontkontingent hatte, ist beim langfristigen Offenmarktgeschäft im ESZB nicht mehr gewährleistet, daß jede Bank eine Zuteilung erhält. Somit entsteht für die einzelne Bank eine neue Refinanzierungsunsicherheit.<sup>230</sup> Zusätzlich wird die Bundesbank wie auch die Banque de France im Rahmen des langfristigen Offenmarktinstruments von den Banken an Unternehmen vergebene Kredite bei Einhaltung bestimmter Gütekriterien als Sicherheiten annehmen.<sup>231</sup> Dies kann als Berücksichtigung der Bankorientierung der Finanzsysteme interpretiert werden.

Da mit dem langfristigen Offenmarktinstrument keine Steuerung der Marktzinssätze verfolgt wird, schreibt die EZB diese Geschäfte für gewöhnlich als Zinstender aus.<sup>232</sup> Die fehlende Absicht einer Zinssteuerung weist bereits darauf hin, daß diese Instrument keine geldpolitische Funktion erfüllt. Es ist daher möglich, daß es nach einer eventuell erfolgenden Angleichung der Finanzstrukturen in Europa wieder abgeschafft wird. Dies wäre insofern von Vorteil, als durch die resultierende Beseitigung der festen, langfristigen Refinanzierungskredite die Flexibilität der EZB erhöht würde.<sup>233</sup>

Zusätzlich kann die EZB zur Feinsteuerung der Finanzmärkte im Rahmen der Offenmarktpolitik auch Outrightgeschäfte<sup>234</sup>, Devisenswapgeschäfte oder die Hereinnahme von verzinsten Termineinlagen einsetzen. Als weiteres Instrument zur Erzeugung eines strukturell höheren Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute kann die EZB Schuldverschreibungen emittieren.<sup>235</sup>

Insgesamt steht dem ESZB im Rahmen der Offenmarktpolitik ein breiter Fächer an Instrumenten zur Verfügung, so daß die Steuerung der Bankenliquidität und der Zinssätze über die Finanzmärkte effizient erfolgen kann. Kritisch zu sehen an der starken Gewichtung der Offenmarktpolitik in der EWU ist jedoch eine eventuelle Benachteiligung kleiner Kreditinstitute, die nicht über eine Geldhandelsabteilung oder die notwendige technische Ausstattung zur Teilnahme an Offenmarktoperationen verfügen.<sup>236</sup>

<sup>229</sup>Die subventionierte Diskontfazilität der Bundesbank stellte ein marktinkonformes Instrument dar und entsprach damit nicht den Anforderungen an das EZB-Instrumentarium. Bei einem durchschnittlichen Diskontvolumen von 66 Milliarden DM 1997 und einem Zinsspread von 90 Basispunkten zwischen früherem Diskontsatz und jetzigem Basiszins errechnet sich eine jährliche Mehrbelastung von Kreditnehmern in Deutschland in Höhe von 594 Millionen DM.

<sup>230</sup>Vgl. Knappe (1998), S. 224.

<sup>231</sup>Vgl. FAZ vom 27.10.1998, Nr. 249, S. 32.

<sup>232</sup>Vgl. EWI (1997b), S. 14.

<sup>233</sup>Vgl. Knappe (1998), S. 227f.

<sup>234</sup>Auf die mit Outrightkäufen von Staatsanleihen verbundene Gefahr der Umgehung des Artikels 104 EGV wurde bereits hingewiesen.

<sup>235</sup>Vgl. EZB (1998), S. 15-19 und IWF (1997), S. 174.

<sup>236</sup>Vgl. Feldmann (1998b), S. 282. Gewisse Probleme ergaben sich anfänglich auch bei den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften in Ländern, in denen Mengentender mit Repartierungsquote bislang unbekannt waren wie z.B. Spanien. Vgl. Krum-Engels (1999b), S. 51 oder Handelsblatt vom 12./13.03.1999, Nr. 50, S. 25.

### 2.2.2. Die ständigen Fazilitäten des ESZB

Im ESZB werden außerdem zwei ständige Fazilitäten angeboten, die eine Ober- und Untergrenze für das Geldmarktzinsniveau festlegen.<sup>237</sup> Die Spitzenrefinanzierungsfazilität bietet den Geschäftsbanken im Falle eines Liquiditätsengpasses die Möglichkeit, sich über Nacht gegen die Verpfändung von Wertpapieren oder im Pensionsverfahren beim ESZB zu einem festgelegten Zinssatz zu verschulden. Sie ähnelt damit der bisherigen (Sonder-)Lombardpolitik der Bundesbank oder den *pensions de cinq à dix jours* der Banque de France. Da diese Fazilität abgesehen von der Verfügbarkeit von Sicherheiten grundsätzlich nicht kontingentiert wird,<sup>238</sup> stellt sie eine Obergrenze für den Zinssatz auf dem Interbankenmarkt dar.

Die Untergrenze des Zinsniveaus wird von der Einlagenfazilität des ESZB gebildet, bei der Banken ihre freien Reserven über Nacht beim ESZB zu festgelegten Zinssätzen anlegen können. Ein wesentlicher Vorteil ständiger Fazilitäten ist, daß kleinere Kreditinstitute gleichberechtigt Zugang zu diesen Refinanzierungsquellen haben. Eine Beschränkung auf Offenmarktgeschäfte hätte vermutlich Großbanken begünstigt, die ihre Größe zur Ausbildung einer Position als marktdominierende „primary dealers“ hätten ausnutzen können. Mit der Einbeziehung zweier ständiger Fazilitäten in das Instrumentarium des ESZB wurden somit etwaige Wettbewerbsverzerrungen im Kreditsektor vermieden.<sup>239</sup>

### 2.2.3. Das Mindestreserveinstrument des ESZB

Artikel 19 des ESZB-Statuts sieht generell die Möglichkeit der Einführung eines Mindestreserveinstruments vor. Lange Zeit war jedoch im Kreis der nationalen Notenbanken umstritten, ob das Mindestreserveinstrument tatsächlich eingesetzt werden soll. Die Bundesbank befürwortete die Anwendung des Mindestreserveinstruments.<sup>240</sup> Sie begründete ihre Forderung mit der Stabilisierung und Verstetigung der Zentralbankgeld-Nachfrage durch die Mindestreserve, der Begrenzung der Geldschöpfung der Banken durch eine Limitierung der Kreditvergabe und der Stabilisierung des Geldmarkts aufgrund der Funktion der Mindestreserve als Liquiditätspuffer. Insbesondere bei der Verfolgung einer an Geldmengen-Zwischenzielen orientierten Strategie wäre demnach das Mindestreserveinstrument zur Stabilisierung der Geldmengenentwicklung unverzichtbar.<sup>241</sup>

Die Bank of England lehnte dagegen die Mindestreserve als wettbewerbsverzerrenden Eingriff in den Markt ab. Die Mindestreserve wirke wie eine Steuer auf das Finanz-

<sup>237</sup>Vgl. EZB (1998), S. 21-23.

<sup>238</sup>Die als Sicherheiten zu hinterlegenden Wertpapiere garantieren aufgrund ihres realwirtschaftlichen Bezugs (Handelswechsel, verbriefte Kreditforderungen), daß die Banken sich über diese Fazilität nicht beliebig mit Liquidität versorgen und über die Vergabe von Krediten unbegrenzt Geld schöpfen können. Vgl. Hesse/Braasch (1994), S. 172f.

<sup>239</sup>Vgl. Hesse/Braasch (1994), S. 171.

<sup>240</sup>Vgl. Schmidhuber (1999), S. 14f., Issing (1998c), S. 15 und Zeitler (1995), S. 358.

<sup>241</sup>Vgl. auch EW1 (1997b), S. 48-52.

system, wodurch die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Institute belastet würde.<sup>242</sup>

Auf der zweiten Sitzung des EZB-Rats im Juli 1998 wurde schließlich unter Hinweis auf die geldpolitischen Vorteile die Einführung der Mindestreserve beschlossen.<sup>243</sup> Aufgrund der Nichtteilnahme Großbritanniens an der Währungsunion konnte sich die britische Position nicht durchsetzen. Um eine mögliche Wettbewerbsbenachteiligung der Finanzinstitute der EWU-Staaten im internationalen Wettbewerb zu vermeiden, wurde der Reservesatz auf 2% festgelegt, und die Verzinsung der Mindestreserve zum Satz des Hauptrefinanzierungsinstruments beschlossen. Zusätzlich entschied man sich für eine Mindestreserve in Form von Monatsdurchschnittssollwerten, um zu starke Schwankungen der Geldnachfrage der Banken vermeiden zu können.<sup>244</sup>

#### **2.2.4. Beurteilung des Instrumentariums des ESZB**

Betrachtet man das der EZB zur Verfügung stehende Instrumentarium, so kommt man gemessen an den vom EWI aufgestellten Kriterien zu einem positiven Urteil.<sup>245</sup> Mit Hilfe der zweiwöchigen Offenmarktgeschäfte und der ständigen Fazilitäten ist der EZB eine effiziente Steuerung des Geldmarktzinsniveaus möglich. Zusätzlich verfügt sie über eine Vielzahl diskretionärer Offenmarktinstrumente, um im Bedarfsfall kurzfristig am Geldmarkt tätig zu werden. Durch die Anwendung des Mindestreserveinstruments ist zudem mit einer stetigen Liquiditätsnachfrage der Geschäftsbanken und einer relativ geringen Volatilität der kurzfristigen Zinsen zu rechnen. Durch die Einführung eines langfristigen Offenmarktinstruments und der Verwendung einer großen Bandbreite von Sicherheiten wurde außerdem in weitreichendem Maße Rücksicht auf nationale Besonderheiten genommen, so daß die Umstellungskosten verhältnismäßig gering sein dürften. In diesem Zusammenhang wäre jedoch eine frühzeitigere Bekanntgabe des EZB-Instrumentariums zu wünschen gewesen. Zusammenfassend kommt man zu dem Schluß, daß die instrumentelle Unabhängigkeit der EZB mit Ausnahme der wechsellkurspolitischen Kompetenz durch das gewählte Instrumentarium gewährleistet ist.

### **VII. Analyse des geldpolitischen Umstellungsbedarfs: Ein Vergleich der nationalen Notenbanken mit der Europäischen Zentralbank**

Der Übergang zur EWU war für alle beteiligten Länder mit einer Vereinheitlichung der geldpolitischen Konzeption verbunden. Dies bedeutete, daß in den Einzelstaaten in Abhängigkeit von der bisherigen nationalen Ausgestaltung der Geldpolitik eine zeitpunktbezogene Umstellung der geldpolitischen Ziele, Zwischenziele und Instrumente erforderlich wurde. Je größer der notwendige konzeptionelle Wandel in einer Volkswirtschaft war, desto größere Umstellungskosten entstanden. Im folgenden soll basie-

<sup>242</sup>Vgl. Rule (1997), S. 59-62.

<sup>243</sup>Vgl. FAZ vom 09.07.1998, Nr. 156, S. 13.

<sup>244</sup>Vgl. Tietmeyer (1999), S. 2, Duisenberg (1998a), S. 3 und EZB (1998), S. 52-57.

<sup>245</sup>Vgl. Knappe (1998), S. 227-231.

rend auf den bisherigen Ausführungen anhand eines Vergleichs der geldpolitischen Konzeptionen der nationalen Zentralbanken mit derjenigen der EZB untersucht werden, wie hoch die entsprechenden Kosten in Frankreich und Italien sind bzw. in Großbritannien wären.

## **1. Untersuchung des Umstellungsbedarfs bei den Zielen und Zwischenzielen der Geldpolitik**

Während bis in die achtziger Jahre wachstums- und beschäftigungspolitische Zielsetzungen in der Geldpolitik der betrachteten Nationalstaaten noch eine zu beachtende Rolle spielten, kam es in den letzten Jahren bei den offiziell verkündeten Zielen der Geldpolitik zu einer bemerkenswerten Konvergenz. Inzwischen ist es in Frankreich, Italien und Großbritannien erklärtes geldpolitisches Ziel, die Stabilität des Geldwerts zu sichern (siehe Tabelle E.1). Da auch die EZB vertraglich auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet wurde, sollte der Übergang zu einer vereinheitlichten Geldpolitik im Grundsatz keine Umstellungen im wirtschaftspolitischen Zielkatalog und bei den Trägern wirtschaftspolitischer Aufgaben in den Einzelstaaten erfordern.<sup>246</sup>

Jedoch sind bei der quantitativen Auslegung des Stabilitätsziels gewisse Unterschiede feststellbar. Während sich die EZB das Ziel gesetzt hat, mittelfristig einen jährlichen Anstieg des Verbraucherpreisniveaus von unter 2% zu erreichen,<sup>247</sup> arbeitet die Bank of England mit einem Inflationsziel, das de facto einen Korridor von Preissteigerungsraten von 1,5% bis 3,5% vorsieht. Ähnlich klar formulierte mittelfristige Inflationsziele gab es in Frankreich und Italien vor der Teilnahme an der EWU nicht. Insbesondere in Frankreich bestand der Eindruck, daß die Ausprägung des Geldwertstabilitätsziel wirtschaftspolitisch in Abhängigkeit von der Entwicklung des Beschäftigungs- und Wachstumsziels gestellt wurde. Diese unterschiedliche Zielinterpretationen können als Ausdruck unterschiedlicher „optimaler“ Inflationsraten in den Volkswirtschaften verstanden werden. Der Übergang zu einem einheitlichen Zielniveau könnte daher nicht für alle beteiligten Staaten optimal sein, so daß in einzelnen Staaten Wohlfahrtseinbußen möglich wären. So deutet die höhere Zielfestlegung in Großbritannien darauf hin, daß für die britische Volkswirtschaft eine etwas höhere Inflationsrate optimal ist als in einigen Staaten der EWU.

Bei den bislang verwendeten Zwischenzielen bestanden dagegen noch deutliche Unterschiede (siehe Tabelle E.1).<sup>248</sup> In Frankreich und Italien war aufgrund der Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus des EWS der Wechselkurs wichtigstes Zwischenziel. Eine untergeordnete Bedeutung kam in beiden Ländern Geldmengen- bzw. Kreditagregaten zu. In Großbritannien wird schließlich ein direktes Inflationsziel mit

<sup>246</sup>Eine ausführliche Überprüfung der Übereinstimmung der tatsächlichen Stabilitätsorientierung der nationalen Geldpolitiken wird in Kapitel F im Rahmen der Diskussion der Konvergenz der europäischen Stabilitätskulturen vorgenommen werden.

<sup>247</sup>Aufgrund des zu erwartenden Meßfehlers in der amtlichen Preisstatistik verzichtete die EZB auf die Festlegung einer angestrebten Inflationsuntergrenze. Vgl. Herdt/Häring (1998), S. 13.

<sup>248</sup>Die geldpolitische Rolle von Zwischenzielen in Großbritannien, Frankreich und Italien wird in Kapitel F ausführlicher beschrieben werden.



Hilfe eines Multi-Indikatoren-Konzepts ohne Zwischenziel verfolgt. Der geldmengenorientierte Referenzwert der EZB als Zwischenziel ist insofern für Frankreich und Italien mit einer gewissen Höhergewichtung quantitativer Indikatoren verbunden, bedeutet aber keine wesentliche konzeptionelle Neuerung. In Großbritannien würde dagegen im Falle eines EWU-Beitritts der Übergang zu einer Geldmengenorientierung der Geldpolitik einen sehr weitreichenden konzeptionellen Wandel darstellen.

Tabelle E.1: Geldpolitische Konzeptionen der Notenbanken

	<b>Frankreich</b>	<b>Großbritannien</b>	<b>Italien</b>	<b>EZB</b>
<b>Ziel</b>	Geldwertstabilität	direktes Inflationsziel	Geldwertstabilität	Geldwertstabilität
<b>Zwischenziel</b>	Wechselkurs M3	Multi-Indikatoren-Konzept	Wechselkurs M2 und TDC	Referenzwert M3
<b>Hauptinstrumente</b>	Offenmarktpolitik in Form von Wertpapierpensionsgeschäften	Offenmarktpolitik in Form von Out-rightgeschäften	diskretionäre Offenmarktpolitik  Mindestreserve	Offenmarktpolitik in Form der Wertpapierverpfändung  Ständige Fazilitäten

Quelle: In Anlehnung an: Uctum (1992), S. 24.

## 2. Mögliche Kosten durch die Vereinheitlichung des geldpolitischen Instrumentariums

Bei der Betrachtung der Instrumentarien der vier Notenbanken fallen gewichtigere Unterschiede auf (siehe Tabelle E.2). Ursache hierfür ist, daß die nationalen Zentralbanken nationale Besonderheiten in den Finanzstrukturen und den geldpolitischen Rahmenbedingungen beachten mußten, die den geldpolitischen Transmissionsmechanismus prägten. Das ESZB kann seinerseits nur sehr begrenzt auf diese nationale Besonderheiten eingehen. Dies führt zu der Frage, welche Umstellungs- und Anpassungskosten durch die Vereinheitlichung der geldpolitischen Instrumente entstanden sind oder im Falle Großbritanniens bei einem EWU-Beitritt noch entstehen könnten.

### 2.1. Vergleich der geldpolitischen Hauptinstrumente

Im Instrumentarium der drei nationalen Zentralbanken dominierte die Offenmarktpolitik, die aufgrund ihrer hohen Flexibilität das effektivste geldpolitische Instrument darstellt. Auch bei der EZB kommt offenmarktpolitischen Instrumenten die größte Bedeutung zu. Jedoch bestanden in der Ausprägung der Offenmarktpolitik zum Teil deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen nationalen Notenbanken, und auch die Verfahren des ESZB weichen teilweise von den bisher verwendeten Varianten ab.

Tabelle E.2: Kennzeichen der Geldpolitik in Frankreich, Großbritannien und Italien

	<b>Frankreich</b>	<b>Großbritannien</b>	<b>Italien</b>	<b>EZB</b>
Zentraler geldpoli- tischer Zinssatz	Tendersatz	Tendersatz <sup>249</sup> (Wechselankaufssatz)	Tendersatz	Tendersatz
Zielzinssatz am Geldmarkt	Tagesgeld	kurzfristiger Zins am Interbankenmarkt	Tagesgeld	Tagesgeld
Laufzeit (Tage)	1	30-90	1	1
Hauptinstrument	Repo-Ankäufe	Outright- Transaktionen	Repo-An-u. Verkäufe	Offenmarktpolitik auf Verpfändungsbasis
Laufzeit (Tage)	7		unter 30	14
Regelmäßigkeit	ja	1-33 (Wechselankauf)	nicht festgelegt	ja
Häufigkeit	2 pro Woche	nicht festgelegt meist 2 pro Tag	>1 pro Woche	1 pro Woche
Signalinstrumente:				
-Geldmengenziel	ja	nein	ja	Referenzwert
-Inflationsziel	nein	von Regierung verlautbart	von Regierung verlautbart	ja
-Tendersatz	ja	ja	ja	ja
-standing facility	ja	nein	ja	ja
Mindestreserve	ja	nein	ja	ja
Periodenlänge	1 Monat		1 Monat	1 Monat

Quelle: In Anlehnung an Borio (1997b), Tabelle 1, S. 26f.

<sup>249</sup>Borio (1997a), S. 17 versteht unter Tendersatz auch den Zinssatz der Outrighttransaktionen Italiens und der Wechselankäufe der Bank of England.

Während in Frankreich mit den appels d'offres die klassische Form des Wertpapierpensionsgeschäfts auf Initiative der Notenbank mit einem geregelten Verfahren vorherrschte, das vorwiegend dazu diente, den Banken Liquidität zuzuführen,<sup>250</sup> entschied die Banca d'Italia diskretionär ohne festen Verfahrensrahmen über den An- und Verkauf von Wertpapieren im Pensionsverfahren. Im Gegensatz zu Frankreich wurden Wertpapierpensionsgeschäfte in Italien dabei sowohl für liquiditätssteigernde als auch für liquiditätsenkende Maßnahmen intensiv genutzt. Es erfolgte also eine Steuerung in beide Richtungen (siehe Tabelle E.2).

In Großbritannien nehmen immer noch Outrighttransaktionen und Pensionsgeschäfte auf dem Diskontmarkt eine zentrale Rolle ein (siehe Tabelle E.3). Da die Geschäftsbanken in Großbritannien keine (Mindestreserve-)Einlagen bei der Notenbank unterhalten, ist die Bank of England täglich dazu gezwungen, den Zentralbankgeldbedarf des Finanzsystems und damit den Geldmarkt ins Gleichgewicht zu bringen. Über den Verkauf von Wechseln entnimmt sie dem Markt Liquiditätsüberschüsse,<sup>251</sup> über den Ankauf von Wechseln zu von ihr festgelegten Konditionen erhöht sie dann wieder die Reserven der Banken. Seit der Einbeziehung langfristiger Staatsanleihen in Wertpapierpensionsgeschäfte Anfang 1996 gewinnen diese jedoch an Gewicht,<sup>252</sup> so daß eine gewisse Annäherung an Kontinentaleuropa erfolgt ist. Das beständig wachsende Ausmaß der zu steuernden Liquidität machte den Übergang im Instrumentarium erforderlich, da das Volumen des Diskontmarkts nicht mehr mit dem Wachstum der Bankbilanzsummen Schritt hielt.<sup>253</sup>

Weitere Unterschiede bestanden bei der Häufigkeit und der Laufzeit der Offenmarktgeschäfte sowie bei den Zinssätzen, die die Zentralbanken zu beeinflussen versuchten (siehe Tabelle E.2). Während in Frankreich die Laufzeit gewöhnlich eine Woche betrug und appels d'offres zweimal wöchentlich angeboten wurden, lagen in Italien unterschiedliche Laufzeiten in einer Spanne von einem bis zu dreißig Tagen vor und meist intervenierte die Banca d'Italia ein- bis zweimal die Woche.<sup>254</sup> In Großbritannien dominieren Laufzeiten von 1 bis 33 Tagen. Hervorstechendes Merkmal der Politik der Bank of England ist die Interventionshäufigkeit. Für gewöhnlich greift sie zweimal täglich in den Markt ein, bei Bedarf aber auch dreimal. Hintergrund für diese Häufigkeit ist die Tatsache, daß aufgrund des Fehlens einer periodischen Mindestreserve die Banken bei der Notenbank über kein Liquiditätspolster verfügen, sondern aufgrund der Opportunitätskosten nur möglichst niedrige Arbeitsguthaben unterhalten, so daß ein kurzfristiger Liquiditätsengpaß im Bankensystem sofort das Eingreifen der Bank of England erfordert.

<sup>250</sup> Das heißt die Banque de France kaufte zumeist Wertpapiere an und verkaufte sie wieder auf Termin, so daß grundsätzlich den Banken Zentralbankgeld gutgeschrieben wurde. Ein im Vergleich zum fällig werdenden Geschäft geringeres Volumen stellte natürlich indirekt trotzdem ein restriktives Verhalten der Notenbank dar. Ein direktes liquiditätsreduzierendes Instrument war dagegen z.B. der Outrightverkauf von Wertpapieren.

<sup>251</sup> In Tabelle E.3 wird dieser kontraktive Effekt mit negativem Vorzeichen in der Rubrik Emission kurzfristiger Schuldtitel erfaßt.

<sup>252</sup> Vgl. Borio (1997b), S. 41.

<sup>253</sup> Vgl. Borio (1997a), S. 49.

<sup>254</sup> Vgl. BIEB (October 1996e), S. 146, Tabelle a27.

Ein letzter, wesentlicher Unterschied in den Hauptinstrumenten der Notenbanken bestand schließlich darin, daß die Banque de France und die Banca d'Italia eine Steuerung des Tagesgeldsatzes (overnight rate) am Interbankenmarkt anstrebten, wohingegen die Bank of England eine Lenkung der kurzfristigen Zinssätze im Laufzeitenbereich von einem bis zu drei Monaten beabsichtigt.<sup>255</sup> Daher sind in Großbritannien die Schwankungen des Tagesgeldzinssatzes tendenziell höher. In allen drei Ländern bildete jedoch übereinstimmend der Zinssatz des Hauptinstruments den wichtigsten Leitzins. Dieser besaß somit eine große Signalwirkung und stellte die bedeutendste Orientierungsgröße für das Marktzinsniveau dar.

Wichtigstes Instrument des ESZB sind regelmäßige Offenmarktgeschäfte auf Basis der Verpfändung von Wertpapieren (aber auch das Pensionsverfahren kann von den nationalen Notenbanken angewendet werden). Diese Geschäfte werden einmal pro Woche mit einer festen Laufzeit von zwei Wochen angeboten. Die EZB strebt dabei eine Steuerung des Tagesgeldzinssatzes an.

Vergleicht man die jeweiligen Hauptinstrumente, so ähneln die französischen *appels d'offres* trotz einer kürzeren Laufzeit und einer höheren Frequenz dem Hauptinstrument der EZB am meisten. Beide Notenbanken setzen ihr zentrales offenkampfpolitisches Instrument ausschließlich zur Erhöhung der Bankenliquidität ein und führen diese Geschäfte regelmäßig durch. In diesen beiden Kriterien unterscheidet sich dagegen das frühere Vorgehen der Banca d'Italia. Diese entschied früher diskretionär ohne festen Verfahrensrahmen über den An- und Verkauf von Wertpapieren im Pensionsverfahren. Im Unterschied zur Banque de France und der EZB wurden Wertpapierpensionsgeschäfte von der Banca d'Italia außerdem sowohl für liquiditätssteigernde als auch für liquiditätssenkende Maßnahmen genutzt. Wichtigster Unterschied aus französischer Sicht ist der von der EZB vollzogene Übergang vom Pensionsverfahren auf die Verpfändung von Wertpapieren zur Absicherung der Kredite. Zusammenfassend ergeben sich für Frankreich und Italien gewisse Änderungen bei der Laufzeit, der Interventionshäufigkeit und der technischen Durchführung des offenkampfpolitischen Hauptinstruments. Diese Neuerungen sind jedoch eher administrativer Natur, so daß die Umstellungskosten eher gering sein dürften. In Italien kann der Übergang zu einem regelmäßigen Pensionsgeschäft auf Basis von Wertpapieren über eine Ausdehnung der Umsätze sogar Impulse für die Weiterentwicklung der Kapitalmärkte geben.

Grundsätzliche Unterschiede zum ESZB-Verfahren weist dagegen das wichtigste geldpolitische Instrument Großbritanniens auf. Während im ESZB überwiegend Staatsanleihen im Verpfändungsverfahren zur Liquiditätsversorgung des Geschäftsbankensystems herangezogen werden, dominieren bei der Bank of England liquiditätsreduzierende und -erhöhende Outrightoperationen und Pensionsgeschäfte im Wechselmarkt. Somit bestehen sowohl beim Interventionsverfahren als auch bei der zugrundeliegenden Wertpapierform noch deutliche Unterschiede zum ESZB. Auffallendster Unterschied ist jedoch die Interventionshäufigkeit. Während die Bank of England ihr Hauptinstrument bis zu dreimal täglich einsetzen muß, erreicht die EZB

<sup>255</sup> Vgl. Borio (1997b), S. 24-38.

eine Steuerung des Geldmarkts bereits über eine einmalige wöchentliche Verwendung ihres Hauptinstruments. Ein Verzicht der Bank of England auf tägliche Markteingriffe über den Wechselmarkt ist jedoch aufgrund der institutionellen Gegebenheiten des britischen Bankensystems nur sehr schwer möglich. Gewisse Änderungen könnten sich diesbezüglich zwar über die beim EWU-Beitritt notwendige Einführung der Mindestreservepflicht ergeben. Diese könnte zu einer Stabilisierung der Liquiditätshaltung der Geschäftsbanken führen und so eventuell den Verzicht auf tägliche Interventionen der Notenbank ermöglichen.<sup>256</sup> Zusätzlich müßte die Bank of England in der EWU aber auch ihre bisherige Beschränkung auf die Diskonthäuser und wenige „primary dealer“ als Geschäftspartner aufgeben, da im ESZB eine dezentrale Liquiditätsversorgung des Bankensystems über eine Vielzahl von Instituten erfolgt. Insgesamt zeigt schon die Betrachtung der Hauptinstrumente der Bank of England und des ESZB, daß ein EWU-Beitritt einen fundamentalen strukturellen Wandel des britischen Finanzsystems erfordern würde. Im Vergleich der drei Staaten wären daher die Anpassungskosten in Großbritannien am höchsten.

Einen ersten bedeutenden Schritt in Richtung einer Angleichung des Instrumentariums der britischen Geldpolitik an die EZB stellt die zunehmende Bedeutung der 1996 eingeführten Wertpapierpensionsgeschäfte auf Basis von Staatsanleihen dar, die dem Hauptinstrument der EZB sehr ähneln.<sup>257</sup> Jedoch blieb die Interventionshäufigkeit der Bank of England bislang aufgrund des Verzichts auf die Einführung einer Mindestreserve und der weiterhin bestehenden Besonderheiten des britischen Finanzsystems unverändert.

Tabelle E.3: Die Bedeutung offenkampfpolitische Instrumente in Großbritannien, Frankreich und Italien (in % der den Banken zugeführten Liquidität im Zeitraum Dezember 1993 bis Dezember 1994)

	Großbritannien	Frankreich	Italien
• Repo-Geschäfte	127,0	83,5	56,8
• Devisenswaps	-	-	40,7
• Outrightoperationen in staatlichen Papieren	6,0	16,4	-
• Outrightoperationen in privaten Wertpapieren	45,2	-	-
• Emission kurzfristiger Schuldtitel	-82,6	-	-
• Sonstige Instrumente	4,3	0,1	2,6
	100,0	100	100

Quelle: Escriva/Fagan (1996), Tabelle 2, S. 11.

<sup>256</sup>Die mit der Einführung einer Mindestreserve in Großbritannien verbundenen Probleme werden im folgenden Abschnitt behandelt.

<sup>257</sup>Vgl. Borio (1997b), S. 41.

## 2.2. Vergleich der sonstigen Instrumente

Als weiteres geldpolitisches Instrument verwendet das ESZB zur grundsätzlichen Versorgung des Bankensystems ein dreimonatiges Wertpapierpensionsgeschäft, bei dem auch national bedeutende Wertpapierformen als Sicherheiten zugelassen sind. Vergleichbare Instrumente gab es bislang in Frankreich und Großbritannien nicht, so daß sich dort den Banken neue Möglichkeiten zur Steuerung ihrer Liquidität bieten. Ähnlich wie in Deutschland kann dieses Instrument in Italien als Ersatz für die Diskontpolitik (ordinary advances) verwendet werden. Allerdings war deren quantitatives Gewicht im Instrumentarium der Banca d'Italia seit 1991 stark rückläufig.

Ihre große Bedeutung gewann die italienische Diskontpolitik über den Diskontsatz, der aufgrund des geringen Öffentlichkeitsgrads des Zinssatzes der Wertpapierpensionsgeschäfte als Leitzins wesentliches Element der Signalpolitik geblieben war.<sup>258</sup> Seine Funktion bestand darin, dem Zinsniveau auf dem Geldmarkt eine Untergrenze vorzugeben. In Frankreich wurde diese Zinsuntergrenze durch die appels d'offres repräsentiert. Im ESZB übernimmt der Zinssatz der Einlagefazilität diese Aufgabe. Eine vergleichbare Untergrenze wird in Großbritannien von der Zentralbank nicht vorgegeben. Die Einlagefazilität der EZB würde außerdem in Großbritannien in direkte Konkurrenz zu den Diskonthäusern treten. Für die britischen Geschäftsbanken könnte es attraktiver sein, überschüssige Liquidität bei der Zentralbank zu hinterlegen, als es als money at call bei den Diskonthäusern anzulegen. Somit zeigt sich wiederum, daß auch bei diesem geldpolitischen Kriterium die Unterschiede zur EZB in Großbritannien am größten sind.

Ein gewisser Umstellungsbedarf könnte im italienischen Finanzsystem von der abnehmenden Bedeutung der Devisenswapgeschäfte im geldpolitischen Instrumentarium der Notenbank ausgehen. Während die Banca d'Italia z.B. 1994 über 40% des Liquiditätsbedarfs der Banken über dieses Instrument deckte (siehe Tabelle E.3), wird dieses Instrument vom ESZB nur noch zur Feinststeuerung des Geldmarkts verwendet. Italienische Banken dürften darauf mit einer Verringerung ihrer Fremdwährungsguthaben, insbesondere US-Dollar, reagieren.

Im ESZB steht den Geschäftsbanken eine Spitzenrefinanzierungsfazilität als „letzte Refinanzierungsquelle“ zur Verfügung. Deren Zinssatz gibt dabei dem Geldmarkt eine durchlässige Zinsobergrenze vor. Ähnliche Instrumente bestanden bereits in allen drei Ländern. In Frankreich waren dies die pensions de cinq à dix jours, in Italien die fixed term advances. In Großbritannien übernehmen die Nachmittagsintervention (late lending) der Bank of England und die clearing bank facility, die als Spitzenfazilität der großen Clearingbanken dient, eine vergleichbare Aufgabe.<sup>259</sup> Die Unterschiede und Anpassungskosten dürften bei diesem Instrument daher in allen Ländern gering sein.

Faßt man die Betrachtung der wichtigsten Instrumente der Notenbanken zusammen, so wird die von den einzelnen Zentralbanken beabsichtigte Steuerung des Zinsniveaus

<sup>258</sup>Vgl. Borio (1997a), S. 17.

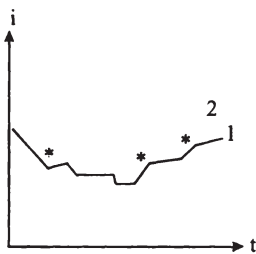
<sup>259</sup>Vgl. Borio (1997b), S. 64-66.



auf dem Geldmarkt deutlich (siehe Abbildung E.1). Die Banca d'Italia gab über die Kombination ihrer zentralen zinspolitischen Instrumente dem Geldmarkt einen Zinskanal vor und steuerte zusätzlich innerhalb des Kanals über die Offenmarktpolitik das Zinsniveau. Die Instrumente der Banque de France bildeten ebenfalls einen Zinskanal, allerdings erfolgten Zinssteuerungen innerhalb des Zinskanals im Vergleich zu Italien eher punktuell, wenn der Marktzinssatz von den Vorstellungen der Banque de France zu sehr abwich. Im ESZB bilden die beiden ständigen Fazilitäten die Ober- und Untergrenze für den Geldmarkt, zusätzlich erfolgt auch hier eine Steuerung des Zinsniveaus innerhalb des Korridors durch die Offenmarktpolitik. Die Systematiken zur Steuerung des kurzfristigen Zinsniveaus unterscheiden sich daher in Frankreich, Italien und im ESZB kaum.

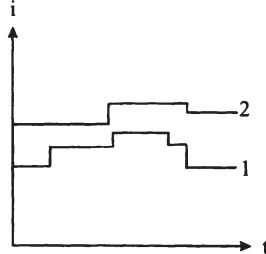
Abbildung E.1: Stilisierte Darstellung der Zinssteuerung in Großbritannien, Frankreich, Italien und im ESZB

#### Bank of England



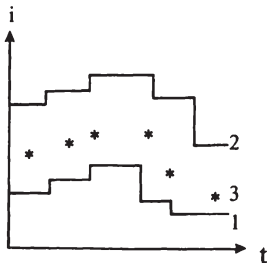
- 1 Zinssatz der Wechselankäufe  
2 Zinssatz des late lending

#### Banque de France



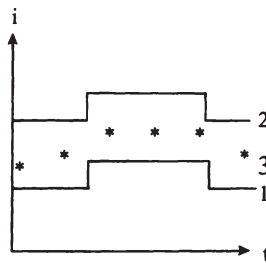
- 1 Zinssatz der appels d'offres  
2 Zinssatz der pensions de 5 à 10 Jours

#### Banca d'Italia



- 1 Zinssatz der ordinary advances  
2 Zinssatz der fixed term advances  
3 Reposatz

#### EZB



- 1 Einlagefazilität  
2 Spitzenrefinanzierungsfazilität  
3 Wöchentliches Hauptrefinanzierungsinstrument

Quelle: eigene Darstellung

In Großbritannien dagegen ergeben die Leitzinsen der Bank of England keinen Zinskanal. Der Zinssatz, zu dem die Bank Wechsel der Geschäftsbanken ankauft, stellt vielmehr eine konkrete Zinsvorgabe für den Geldmarkt dar. Nur in Situationen extremen Liquiditätsmangels gibt der Zinssatz des late lending dem Geldmarkt eine Obergrenze vor.

Bei den sonstigen diskretionären Instrumenten der Offenmarktpolitik zur Feinsteuerung des Geldmarkts bestehen zwischen den nationalen Notenbanken und dem ESZB große Ähnlichkeiten. Bevorzugt werden Outrightoperationen im Markt für Staatsanleihen oder Schatzwechsel sowie Devisenswapgeschäfte. Als liquiditätsreduzierende Maßnahme bestand beziehungsweise besteht in allen Fällen die Möglichkeit der Emission kurzfristiger Schuldtitel. Daher ist der in diesem Bereich durch den Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik entstehende Anpassungsdruck als gering einzuschätzen.

Im ESZB wurde die Einführung einer verzinsten Mindestreserve mit relativ niedrigen Sätzen beschlossen. Im Falle Italiens ergeben sich somit nahezu keine Änderungen, da dort schon seit vielen Jahren eine verzinsten Mindestreserve angewendet wurde. Auch den Mindestreservesatz hatte die Banca d'Italia in Vorgriff auf die Währungsunion schon auf das nun europaweit gültige Niveau abgesenkt. Auch in Frankreich wurde das Mindestreserveinstrument bereits lange genutzt, allerdings stellt die Verzinsung eine Neuerung dar.

Deutliche Unterschiede bestehen dagegen wieder in Großbritannien. Dort wird die Mindestreservpolitik seit Ende der siebziger Jahre nicht mehr angewendet. Die Wiedereinführung dieses Instruments würde in Großbritannien größere institutionelle Änderungen verursachen. So würden die Diskonthäuser einen Großteil ihrer Geschäftstätigkeit verlieren, da die Banken ihr Liquiditätsmanagement kaum noch über diese Institute abwickeln würden, sondern direkt über ihr Mindestreservekonto bei der Zentralbank. Zusätzlich befürchtet man eine Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit des stark international ausgerichteten britischen Finanzsystems.

### **2.3. Zusammenfassende Beurteilung des nationalen Umstellungsbedarfs durch die Vereinheitlichung der geldpolitischen Instrumente**

Dieser Vergleich der geldpolitischen Konzeptionen der nationalen Notenbanken mit derjenigen des ESZB verdeutlicht, daß die Ähnlichkeiten zwischen der Banque de France und dem ESZB am größten sind. Die Übertragung der Geldpolitik auf das ESZB dürfte daher in Frankreich mit nur geringen Umstellungskosten verbunden sein.

Das geldpolitische Instrumentarium der Banca d'Italia unterschied sich teilweise deutlicher von den ESZB-Instrumenten. Allerdings bieten die neuen Formen der Geldpolitik dem italienischen Bankensystem, das sich derzeit in einem Wandlungsprozess befindet, zusätzliche Entwicklungsimpulse, die dem Ziel der Erhöhung der Effizienz des italienischen Finanzsystems sogar dienen könnten. Wenn somit mit dem Übergang zur

gemeinsamen Geldpolitik in Italien gewisse Kosten des Strukturwandels entstehen, so scheinen diese tragbar zu sein.

Die größten strukturellen Änderungen und damit Kosten des Strukturwandels würden sich in Großbritannien durch einen Beitritt zur EWU ergeben. Die operative Ausgestaltung der Geldpolitik der Bank of England unterscheidet sich wie gesehen noch gravierend von der des ESZB. Um die Kosten des im Falle eines späteren Beitritts notwendigen Strukturwandels zu minimieren, sollte man in Großbritannien frühzeitig mit einer Angleichung des geldpolitischen Instrumentariums beginnen. Mit der Einführung von Wertpapierpensionsgeschäften wurde dieser Prozeß bereits eingeleitet. Entscheidender Faktor wird sein, ob es gelingt, die Notwendigkeit für tägliche Interventionen der Bank of England am Wechselmarkt durch eine Umgestaltung des Finanzsystems und eine veränderte Durchführung der Geldpolitik abzubauen.



## **F. Die Geld- und Währungspolitik Großbritanniens, Frankreichs und Italiens seit dem Goldstandard als Maßstab zur Beurteilung des Stabilitätskonsenses in Europa**

Die Europäische Währungsunion bedeutet für alle beteiligten Staaten die Aufgabe der geldpolitischen Souveränität zugunsten einer einheitlichen Geldpolitik der EZB. Da es für die EZB nur in begrenztem Umfang möglich sein wird, bisher bestehende nationale Besonderheiten in ihrer geldpolitischen Strategie zu berücksichtigen, besteht die Gefahr, daß dieser Schritt mit Friktionen und ökonomischen Kosten verbunden ist. Dies gilt zum einen für die Ausgestaltung des geldpolitischen Transmissionsmechanismen aufgrund der institutionellen Rahmenbedingungen in den nationalen Finanzsystemen. Die Untersuchung in diesem Kapitel dient daher dazu, in konkreter Form aufzuzeigen, welchen Einfluß die in Kapitel D beschriebenen institutionellen Rahmenbedingungen auf die Entwicklung der Geldpolitik in Großbritannien, Frankreich und Italien genommen haben. Dabei soll auch geklärt werden, ob oder inwieweit eine einheitliche Geldpolitik der EZB in diesen Ländern auf Restriktionen trifft, die ihre Ursachen in den spezifischen Finanzstrukturen der jeweiligen Volkswirtschaft haben.

In Kapitel E wurde mit der Untersuchung der Notenbankverfassungen bereits ein erster institutioneller Aspekt der Stabilitätskultur eines Landes aufgezeigt. Das Ziel des Kapitels F ist es nun, anhand der tatsächlich verfolgten Geldpolitik zu analysieren, ob es in den betrachteten Staaten im Zuge der europäischen Währungsintegration zur Herausbildung des für den geldpolitischen Erfolg der EWU erforderlichen Stabilitätskonsenses gekommen ist.<sup>1</sup> Da in dieser Arbeit Stabilitätskultur im Sinne einer langfristigen Stabilitätsorientierung einer Gesellschaft und ihrer wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger verstanden wird, erscheint die im Maastrichter Vertrag gewählte Überprüfung der Währungsunionkandidaten anhand makroökonomischer Kennzahlen eines Jahres als unzureichend.<sup>2</sup> Stattdessen soll hier für einen wesentlich längeren Zeitraum untersucht werden, welche Ziele in den einzelnen Ländern mit der Geldpolitik verfolgt wurden und ob es im Zeitverlauf zu einem Wandel der Zielpräferenzen gekommen ist. Nur wenn sich in allen Teilnehmerstaaten eine ähnliche Präferenz für das Geldwertstabilitätsziel entwickelt hat, sind die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Geldpolitik der EZB gegeben.

Um dieses Ziel einer Beurteilung der nationalen Stabilitätskulturen erreichen zu können, soll zu Beginn des Kapitels ein geeignetes Kriterium zur Messung des Begriffs „Stabilitätskultur“ ermittelt werden.

<sup>1</sup> Oder um es in den Worten eines Direktoriumsmitglieds der Bundesbank auszudrücken: „Geldwertstabilität wird in der europäischen Praxis zwangsläufig auch vor dem Hintergrund der unterschiedlichen nationalen Stabilitätskulturen interpretiert werden – ob uns das immer gefällt oder nicht.“ (Schmidhuber (1995), S. 3).

<sup>2</sup> Vgl. Ohr (1993b), S. 7.

## I. Die Definition und Operationalisierung des Begriffs der Stabilitätskultur

Der jetzige Chefvolkswirt der EZB, Issing, definiert Stabilitätskultur als gesamtgesellschaftliche Unterstützung einer geldwertstabilitätsorientierten Geldpolitik, insbesondere durch ein angemessenes Verhalten der Tarifparteien und der Fiskalpolitik, sowie durch die Durchführung der zur Senkung der Arbeitslosigkeit notwendigen Struktur-reformen durch die Regierung.<sup>3</sup> Ähnlich lautet die Definition von Zeitler, der von „...einem möglichst breiten gesellschaftlichen Konsens über die soziale und ökonomische Bedeutung der Preisstabilität...“<sup>4</sup> spricht.

Einen vergleichbaren Ansatz wählt auch Steuer. Er spricht von der Einmütigkeit, die in der Gesellschaft über den inneren Zusammenhang der gesamtwirtschaftlichen Ziele, über den monetären Charakter der Inflation und die Erfordernis eines stabilen Geldwertes bestehen müsse. Auch er weist auf die Bedeutung einer disziplinierten Tarif- und Fiskalpolitik hin. Zusätzlich müsse darüber Einigkeit bestehen, daß Wachstum und Geldwertstabilität in keinem Zielkonflikt stünden. Darüber hinaus erfordere eine europäischen Stabilitätskultur auch einen ordnungspolitischen Konsens. Geldpolitisch sei dabei insbesondere die Achtung der Unabhängigkeit der Notenbank von Belang.<sup>5</sup>

Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) fassen unter dem Begriff Stabilitätskultur die spezifischen kulturellen und institutionellen Faktoren zusammen, die dahin wirken, daß in der Wirtschaftspolitik Reaktionsmuster vorherrschen, die in der Regel eine Einhaltung des Zieles der Geldwertstabilität gewährleisten. Entsprechende kulturelle und institutionelle Divergenzen können daher dazu führen, daß in den EU-Ländern dauerhaft unterschiedliche Inflationsraten als optimal angesehen würden. Als entscheidende kulturelle Faktoren der Inflationsentwicklung eines Landes werden von den Autoren insbesondere das Verhältnis der Tarifparteien zueinander und das Ausnutzen bestehender Wahlmöglichkeiten bei makroökonomischen Entscheidungen identifiziert.<sup>6</sup>

Eine Operationalisierung des Begriffs Stabilitätskultur erfolgt bei Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) basierend auf einer Umfrage unter sogenannten wirtschaftspolitischen Meinungsführern. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, daß eine auf längere Sicht niedrige Inflationsrate der mit Abstand beste Indikator für die Stabilitätskultur eines Landes sei.<sup>7</sup> Ihre empirische Überprüfung der länderspezifischen Stabilitätskulturen in Europa besteht daher in einem Vergleich der nationalen Inflationsraten in der Nachkriegszeit. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, daß in den fünfziger und sechziger Jahren sowie von 1990 bis 1997 keine dauerhaften Unterschiede in den Inflationsraten festzustellen seien. Die Autoren gelangen daher zu der Überzeugung, daß keine dauerhaften Divergenzen in den Stabilitätspräferenzen vorlägen, und daß somit kei-

<sup>3</sup> Vgl. Issing (1998c), S. 11.

<sup>4</sup> Zeitler (1996), S. 9.

<sup>5</sup> Vgl. Steuer (1997), S. 86-91.

<sup>6</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 18. Eine Definition von Geldwertstabilität unterbleibt jedoch.

<sup>7</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 16f. und S. 128-146.



nem Staat in Europa grundsätzlich das Vorhandensein einer Stabilitätskultur abgesprochen werden könne.<sup>8</sup>

Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) erkennen jedoch an, daß es in den siebziger und achtziger Jahren im Zuge der Ölkrisen zu deutlichen wirtschaftspolitischen Reaktionsunterschieden und damit Inflationsdifferenzen gekommen ist. Sie führen diese vor allem auf damals vorherrschende institutionelle Gegebenheiten wie dezentrale Tarifstrukturen, das Ziel der Vermeidung von Realeinkommensverlusten in den ärmeren Staaten, die politische Instabilität verschiedener Regierungen und das Fehlen unabhängiger Notenbanken zurück. Zukünftig wäre aber eine ähnliche Reaktion dieser Staaten auf einen neuen Angebotsschock ausgeschlossen, da diese inzwischen einen Lernprozeß durchschritten und sich die institutionellen Gegebenheiten geändert hätten. So hätte z.B. seit Mitte der achtziger Jahre kein einziges Land mehr versucht, die hohe Arbeitslosigkeit durch ein nachfrageseitiges Konjunkturprogramm zu bekämpfen.<sup>9</sup> Diese Aussage ist jedoch spätestens seit den Regierungswechseln in Frankreich und Deutschland kritisch zu sehen. Zudem, so meinen Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), bewiese bereits die Aufgabe der nationalen geldpolitischen Souveränität durch den Beitritt zur EWU, daß diese Staaten nicht mehr beabsichtigen würden, die Geldpolitik stabilitätswidrig zu verwenden.<sup>10</sup> Auch dieser These kann widersprochen werden. So lassen Aussagen von französischer Seite vermuten, daß durch die Schaffung der EWU vielmehr eine Erhöhung des französischen Einflusses auf die geldpolitischen Entscheidungen in Europa angestrebt wird, um verstärkt beschäftigungspolitische Aspekte in die Geldpolitik einbeziehen zu können.<sup>11</sup>

Insgesamt stellt die von Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) gewählte Messung der Stabilitätskulturen durch einen internationalen Vergleich der Inflationsraten einen ersten Lösungsansatz dar. Bei näherer Betrachtung erscheint eine allein auf diesen statistischen Vergleich beruhende Beurteilung der Stabilitätskulturen in Europa jedoch zu vordergründig. Zu viele Einflußfaktoren, die nicht unbedingt in Zusammenhang mit der Stabilitätskultur eines Landes stehen, beeinflussen die Inflationsentwicklung. So fällt auf, daß in den fünfziger und sechziger Jahren, als die Inflationsdifferenzen sehr gering waren, die geldpolitische Autonomie der Staaten durch das Währungssystem von Bretton Woods beschränkt war. Zudem waren zu dieser Zeit das Wachstum und die Beschäftigung hoch, so daß der Zielkonflikt zum Geldwertstabilitätsziel schwächer ausgeprägt war. In ähnlicher Weise wie das Bretton Woods-System schränkten eine rigidere Handhabung des Wechselkursmechanismus des EWS und die Konvergenzanforderungen des Maastrichter Vertrags in den neunziger Jahren die Verfolgung kurzfristiger, wachstums- und beschäftigungspolitischer Ziele mittels der Geldpolitik

<sup>8</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 29-33.

<sup>9</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 114-118.

<sup>10</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 49-51.

<sup>11</sup> Die Banque de France drückte diesen Wunsch nach verstärktem Einfluß in ihrem Jahresbericht 1991 (Rapport (1991), S. IX) wie folgt aus: „Seule la gestion collective d'une monnaie unique, au sein d'une institution équilibrée et indépendante, permettra à la France de participer pleinement au processus de décision monétaire européen et constituera la meilleure garantie de l'exercice de la souveraineté monétaire nationale.“ Vgl. auch Sherman (1990), S. 159, Kuntze (1997), S. 50 und Nölling, W. (1993), S. 127

ein. Wie Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) aus den relativ geringen Inflationsdifferenzen in diesen Perioden auf das Vorliegen einer gesamteuropäischen Stabilitätskultur zu schließen, scheint daher nicht unbedingt gerechtfertigt. Schließlich sollte nicht übersehen werden, daß selbst relativ geringe Inflationsunterschiede große ökonomische Auswirkungen haben können, wenn sie über längere Zeiträume bestehen. Zusammenfassend scheint ein Vergleich der Inflationsraten allein nicht ausreichend, um beurteilen zu können, ob sich in Europa die notwendige gemeinsame Stabilitätskultur entwickelt hat.

Im folgenden soll daher zur Beurteilung der Stabilitätskultur eines Landes ergänzend das bereits von Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) als besonders wichtig erkannte Kriterium der wirtschaftspolitischen Entscheidung beim Vorliegen kurzfristiger Zielkonflikte intensiver beleuchtet werden. In Anlehnung an die soziale Wohlfahrtsfunktion des Zeitinkonsistenzmodells<sup>12</sup> soll im Falle des Vorliegens kurzfristiger Zielkonflikte zwischen Wachstums- bzw. Beschäftigungsziel und Geldwertstabilitätsziel untersucht werden, für welches Ziel sich die Gesellschaft, vertreten durch Regierung bzw. Notenbank, jeweils entschieden hat. Letztlich soll damit bestimmt werden, welche Gewichtung das Geldwertstabilitätsziel und das kurzfristige Wachstumsziel in der Gesellschaft und in der Wirtschaftspolitik einnehmen.<sup>13</sup> Die Stabilitätskultur eines Landes wird somit durch das Verhältnis der Koeffizienten  $a$  und  $b$  aus Gleichung (2) in Kapitel B.I.1. bestimmt. Je höher das Geldwertstabilitätsziel in der sozialen Wohlfahrtsfunktion gewichtet ist, je höher also  $a$  im Verhältnis zu  $b$  ist, als desto ausgeprägter wird in dieser Arbeit die Stabilitätskultur eines Landes eingeschätzt.<sup>14</sup>

Im mehrperiodigen Modell wäre zusätzlich zum Verhältnis  $a$  zu  $b$  der Diskontierungsfaktor  $1+z$  als Kriterium der Stabilitätskultur zu messen. Je höher der Diskontierungsfaktor, desto geringer die Stabilitätskultur, da kurzfristige expansive Effekte auf Beschäftigung und Wachstum höher gewichtet wären als der langfristige Verlust an geldpolitischer Glaubwürdigkeit und damit an Geldwertstabilität.<sup>15</sup> Da eine exakte quantitative Messung der Gewichtungsfaktoren  $a$  und  $b$  sowie des Diskontierungsfaktors nicht möglich ist, sollen diese Größen im folgenden durch eine ausführliche Untersuchung der geldpolitischen Geschichte Großbritanniens, Frankreichs und Italiens qualitativ bestimmt werden.

## **II. Die britische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Der häufige Wechsel der geldpolitischen Konzeption und der Verlust der Glaubwürdigkeit**

Im folgenden Abschnitt sollen die Gründe für den häufigen Wechsel der geldpolitischen Konzeptionen in Großbritannien, die Ursachen deren Scheiterns und die sich

<sup>12</sup> Siehe Gleichung (2) in Kapitel B.

<sup>13</sup> Vgl. für einen ähnlichen theoretischen Ansatz Collins/Giavazzi (1993), S. 553-567.

<sup>14</sup> Vgl. auch Wagner (1995), S. 54-62. Ohne wesentliche qualitative Änderung könnte man auch von unterschiedlichen Zielvariablen  $p^*$  und  $ku$  als Kriterien der Stabilitätskultur sprechen.

<sup>15</sup> Vgl. Kapitel 5 und 6 der Studie von Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998).

daraus ergebenden Konsequenzen untersucht werden.<sup>16</sup> Eine besonders wichtige Folge der fehlenden Kontinuität der britischen Geld- und Währungspolitik war die fehlende Möglichkeit zum Aufbau geldpolitischer Reputation und daraus resultierend der Verlust der Glaubwürdigkeit der britischen Politik. Dadurch verringerte sich der Einfluß der Politik auf das Verhalten und insbesondere auf die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure. Dies wiederum wirkte sich in einer verlängerten Implementierungszeit einer neuen geldpolitischen Konzeption und in erhöhten, realwirtschaftlichen Kosten, etwa Produktionsrückgängen und erhöhter Arbeitslosigkeit, aus. So gelang es z.B. der Thatcher-Regierung trotz einer aufwendigen Öffentlichkeitsarbeit nicht, mit ihrer auf Preisstabilität gerichteten geldpolitischen Strategie die hohen Inflationserwartungen der Arbeitnehmer zu senken. Da diese mit in die Lohnforderungen eingingen, blieben die Lohnzuwächse und damit die Inflationsrate hoch. Erst eine durch die restriktive Wirtschaftspolitik verursachte Rezession mit einem drastischen Einbruch der Industrieproduktion und einem sprunghaften Anstieg der Arbeitslosigkeit führte schließlich zu einer Reduktion der Inflation. Wäre die 1980 angekündigte Geldpolitik glaubhaft gewesen, hätten die Arbeitnehmer sofort ihre Inflationserwartungen und ihre Lohnforderungen angepaßt, und eine Rezession wäre zumindest in diesem Ausmaß zur Erreichung einer niedrigeren Inflationsrate nicht notwendig gewesen.<sup>17</sup> Eine glaubwürdige Geld- und Währungspolitik hätte das gleichzeitige Erreichen von wirtschaftspolitischen Zielen ermöglicht, zwischen denen andernfalls – wie sich zeigen sollte – kurzfristige Zielkonflikte bestanden. Seit dieser Zeit bemühten sich die britischen Regierungen daher, die Glaubwürdigkeit ihrer Geldpolitik wieder zurückzugewinnen. Dabei wurde eine Vielzahl der in Kapitel B.II. vorgestellten Ansätze zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems der Geldpolitik in rascher Abfolge implementiert. Der häufige Wechsel der geldpolitischen Konzeption brachte der britischen Geldpolitik aber nur den Ruf der Unstetigkeit ein. Seit dem Austritt aus dem Wechselkursmechanismus des EWS wird in Großbritannien die Strategie eines direkten, von der Regierung vorgegebenen Inflationsziels verfolgt. Dabei ist es Ziel der britischen Geldpolitik, über eine hohe Transparenz ihrer Entscheidungen zu beweisen, daß das Geldwertstabilitätsziel inzwischen wieder eine eindeutige Priorität über kurzfristig expansive Effekte der Geldpolitik besitzt. Durch diesen Nachweis einer neuentwickelten Stabilitätskultur soll die Glaubwürdigkeit der britischen Geldpolitik, wie sie im klassischen Goldstandard bestand, wieder hergestellt werden.

## **1. Die britische Geldpolitik während des Goldstandards vor und nach dem Ersten Weltkrieg**

Das internationale System des Goldstandards entwickelte sich etwa um 1879, als mehrere Länder dem Beispiel Großbritanniens folgend ihre Währungen an Gold banden.<sup>18</sup> Der Vorteil einer Goldbindung bestand in einer Stabilisierung des Preisniveaus, da

<sup>16</sup> Eine Übersicht über relevante volkswirtschaftliche Daten seit 1955 bietet Tabelle F.4 am Ende von Kapitel F.II.

<sup>17</sup> In Abbildung B.1 bedeutete dies, daß ausgehend von Punkt D aufgrund der fehlenden Glaubwürdigkeit der Ankündigung einer Antiinflationspolitik ein direkter Übergang zu Punkt R nicht möglich war. Stattdessen mußte eine tiefe Rezession (Punkt S) in Kauf genommen werden, um eine Änderung der Inflationserwartungen erzeugen zu können.

<sup>18</sup> Vgl. auch im folgenden Herr (1992), S. 281-297 und McKinnon (1993), S. 3-15.

aufgrund des festen Verhältnisses der Basisgeldmenge zu den Goldreserven die Geldmenge nicht schneller steigen konnte als der nur sehr langsam wachsende Goldbestand.<sup>19</sup> Gold diente somit als „nominaler Anker“ des Preisniveaus. Da sich die Preise in allen Ländern in etwa gleich entwickelten, entstand automatisch ein System fester Wechselkurse gemäß den gewählten Goldparitäten,<sup>20</sup> das eine Intensivierung des Außenhandels begünstigte. Außerdem sollte der Geldmengen-Preis-Mechanismus automatisch für außenwirtschaftliches Gleichgewicht sorgen. Denn hatte ein Land ein Zahlungsbilanzdefizit, sollte es über den resultierenden Abfluß von Gold zu einer Geldmengenkontraktion und damit zu einem relativen Rückgang der Preise kommen, wodurch sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes wieder verbessern sollte.<sup>21</sup>

In der Realität floß jedoch nicht Gold vom Defizitland ins Überschußland, sondern britische Pfund, die damalige Leitwährung.<sup>22</sup> Zum besseren Verständnis der Rolle Großbritanniens im Goldstandard ist die Betrachtung der britischen Zahlungsbilanz notwendig. Die britische Kapitalbilanz war defizitär, denn Großbritannien tätigte hohe langfristige Kapitalexporte und hatte etwas geringere kurzfristige Kapitalimporte.<sup>23</sup> Aufgrund der Zinserträge war die Dienstleistungsbilanz im Überschuß und konnte das Handelsbilanzdefizit<sup>24</sup> überkompensieren, so daß sich der das Kapitalbilanzdefizit ausgleichende Leistungsbilanzüberschuß ergab.<sup>25</sup>

Trotz des Handelsbilanzdefizits des Leitwährungslandes war dieses System stabil, da Großbritannien mit Hilfe der Geldpolitik, speziell des Diskontsatzes,<sup>26</sup> seine Kapitalbilanz und die Höhe seiner Goldreserven sehr effektiv steuern konnte, denn die Zinselastizität der internationalen Kapitalbewegungen war sehr hoch.<sup>27</sup> Dies wiederum lag an der *restauration rule*, die besagte, daß ein Land im Falle einer Krise zwar seine Teilnahme am Goldstandard suspendieren könne, eine Rückkehr ins System aber nur zur alten Parität möglich wäre.<sup>28</sup> Da die *restauration rule* und damit die Geld- und

<sup>19</sup> Unter der damals meist erfüllten Bedingung einer konstanten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

<sup>20</sup> In den USA entsprach eine Unze Gold 35 Dollar, im Deutschen Reich 147 Reichsmark. Somit ergab sich automatisch ein Reichsmark-Dollar-Wechselkurs von 4,20 Reichsmark/Dollar. Dieser Wechselkurs konnte nur innerhalb einer engen Bandbreite von circa  $\pm 1\%$ , den sog. Goldpunkten, schwanken, da sonst Arbitrage über den Im- bzw. Export von Gold möglich wurde. Vgl. Eichen-green/Flandreau (1996), S. 403-406 und Dieckheuer (1995), S. 392f.

<sup>21</sup> Vgl. Siebert (1992), S. 41f.

<sup>22</sup> Eine Leitwährung ist dadurch gekennzeichnet, daß sie sämtliche Geldfunktionen auf internationaler Ebene erfüllt. Weiteres Merkmal ist die Autonomie der Geldpolitik des Emissionslandes. Begründet werden konnte die damalige Bedeutung des Pfundes neben der Dominanz Großbritanniens als Industriemacht mit der Entwicklung eines vorbildlichen Währungssystems und Bankwesens. Vgl. Klump (1986), S. 211-241.

<sup>23</sup> Auffallend ist die Ähnlichkeit dieser Kapitalbilanzstruktur mit der Bilanzstruktur einer Bank. Deshalb wurde London damals auch als „the world's banker“ bezeichnet.

<sup>24</sup> Mit Hilfe ihrer Handelsbilanzüberschüsse konnten die Schuldnerländer ihre Kredite finanzieren.

<sup>25</sup> Vgl. Herr (1992), S. 287f. sowie Lindert (1969), S. 64-69 und Tabelle 5 auf S. 39.

<sup>26</sup> Weitere mögliche, aber seltener angewandte Instrumente der Notenbank waren Interventionen am Goldmarkt oder Beschränkungen der Konvertibilität der Währung in Gold oder andere Währungen, vgl. Artis/Lewis (1995), S. 35f.

<sup>27</sup> Vgl. Spahn (1997), S. 237.

<sup>28</sup> Großbritannien hatte diese Regel schon nach den Napoleonischen Kriegen praktiziert.

Währungspolitik bei den Anlegern aufgrund der historischen Erfahrungen eine sehr hohe Glaubwürdigkeit genoß, entstanden keine Wechselkursveränderungserwartungen, bzw. diese waren null, so daß nur Zinsdifferenzen ausschlaggebend für die internationalen Kapitalströme waren. Daher reichten im Falle einer Pfundschwäche minimale Zinserhöhungen aus, um genügend ausländisches Kapital zur Bereinigung der Krise anziehen zu können.

Die britische Geld- und Währungspolitik war somit mittels einer Zinssteuerung über die Diskontpolitik und einer Wechselkursfixierung bis zum Ersten Weltkrieg sehr effektiv und konnte sowohl die nationale als auch die internationale Stabilität der Finanzsysteme gewährleisten.<sup>29</sup> Das Pfund genoß ein dementsprechendes Vertrauen als Leitwährung.<sup>30</sup> Grund für diesen Erfolg war die Konsequenz der Geldpolitik, die dem Primat der externen Stabilität in Form der Aufrechterhaltung der Goldparität streng gehorchte und dem gegebenenfalls auch interne Ziele wie Beschäftigung und Wachstum untergeordnet wurden.<sup>31</sup> Zusätzlich machten die nur in geringen Ausmaßen notwendigen Zinsschritte keine gravierenden Verstöße gegen die internen Ziele erforderlich, so daß der Zielkonflikt begrenzt war. Bereits kleine Zinsänderungen des Leitwährungslandes Großbritannien genügten zur Steuerung der internationalen Kapitalströme und zur Stabilisierung des Währungssystems. Die damaligen internationalen Kapitalströme wirkten daher – im Gegensatz zum EWS – stabilisierend auf das Wechselkurssystem.

Zusammenfassend zeigte sich, daß die britische Geld- und Währungspolitik bis zum Ersten Weltkrieg sehr effektiv war und eine entsprechend hohe Glaubwürdigkeit genoß. Basis dieses Erfolgs war eine Konzentration der Geldpolitik auf das Geldwertstabilitätsziel und eine auf jahrzehntelange Erfahrung der Wirtschaftakteure beruhende hohe Reputation der britischen Geldpolitik.

Kurz vor Ausbruch des Ersten Weltkrieges setzten alle Länder mit Ausnahme der USA ihre Goldparität außer Kraft. Der Versuch, den Goldstandard nach Ende des Krieges wieder in der gewohnten Effektivität zu etablieren, scheiterte.<sup>32</sup>

Auf der Genua-Konferenz 1922 beschloß man daher, den Goldstandard in Form eines Gold-Devisen-Standards wieder einzuführen. Da man die weltweit verfügbaren Goldreserven inzwischen als zu gering einschätzte, sollten nun auch offiziell Devisen, ursprünglich vor allem das Pfund, als Reserve zugelassen werden. Großbritannien entschied sich gemäß der *restauration rule* für eine Rückkehr zur alten Parität, während andere Länder, insbesondere Frankreich, ihre Währungen abwerteten. Die Folge war, daß Großbritannien, das durch den Krieg seine wirtschaftliche Vormachtstellung und

<sup>29</sup> Bei binnenwirtschaftlichen Banken Krisen sollte die Zentralbank als *lender of last resort* den Banken ausreichend Liquidität, aber zu erhöhten Zinssätzen, zur Verfügung stellen, um so die Stabilität des inländischen Finanzsystems sicherzustellen („*Bagehot-Rule*“). Vgl. McKinnon (1993), S. 3.

<sup>30</sup> Beigetragen hat hierzu, daß seit der Peelschen Bankakte die Finanzierung des staatlichen Haushaltsdefizits über eine Geldmengenausdehnung eingeschränkt war, wodurch eine hohe Preisstabilität erreicht wurde. Vgl. Spahn (1997), S. 236f.

<sup>31</sup> Vgl. Bayoumi (1995), S. 8-10.

<sup>32</sup> Vgl. Herr (1992), S. 297-311.



seine Gläubigerposition an die USA verloren hatte, in große Zahlungsbilanzprobleme kam, da das Pfund überbewertet war.<sup>33</sup>

Es kam zu einem Leitwährungskrieg zwischen Pfund und Dollar. Die britische Geld- und Währungspolitik versuchte, durch Zinserhöhungen die Position des Pfundes zu verteidigen. Die Hauptfolgen dieser Politik der Deflationierung mittels hoher Realzinsen waren jedoch ein im internationalen Vergleich sehr geringes Wirtschaftswachstum und hohe Arbeitslosigkeit. Eine weitere negative Folge dieser Politik war, daß das Realzinsniveau die reale Wachstumsrate der Wirtschaft überstieg, so daß es trotz ausgeglichener Staatshaushalte im Gegensatz zu anderen Ländern nicht zu einem Rückgang des kriegsbedingt hohen Schuldenstands gemessen in Relation zum BIP kam.<sup>34</sup> Die realökonomische Entwicklung wurde der Verteidigung des Pfundes geopfert. Trotz dieser restriktiven Politik blieb die Inflation in Großbritannien aber höher als in den USA. Der Dollar überholte das Pfund in seiner Bedeutung und wurde die neue Weltleitwährung. Die britische Geld- und Währungspolitik war am Zielkonflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Erfordernissen gescheitert.<sup>35</sup>

Das Ende des Goldstandards kam mit der Weltwirtschaftskrise,<sup>36</sup> in deren Folge die teilnehmenden Staaten nacheinander aus dem Goldstandard austraten, um Spielraum für eine an binnenwirtschaftlichen Bedürfnissen orientierte, expansive Geld- und Fiskalpolitik und eine Abwertungsstrategie gewinnen zu können. Großbritannien suspendierte im September 1931 seine Goldeinlösepflicht, als die Bank of England innerhalb kürzester Zeit hohe Goldbestände verlor.<sup>37</sup> Die Wahl einer falschen Parität und eine mißlungene Deflationspolitik hatten (in Verbindung mit den weltpolitischen Geschehnissen) zum Verlust der Leitwährungsrolle des Pfundes und zu einem Zusammenbruch der britischen Wirtschaft geführt.

<sup>33</sup> Für eine Kritik an der Politik der britischen Regierung siehe Keynes (1925). Emminger (1934) vertritt jedoch die Meinung, daß weniger die Überbewertung des Pfundes als vielmehr die geringe Flexibilität der britischen Wirtschaft im Zuge des weltwirtschaftlichen Strukturwandels Ursache für die schlechte Wirtschaftsentwicklung in Großbritannien war.

<sup>34</sup> Vgl. Alesina (1988), S. 63-68.

<sup>35</sup> Vgl. Herr (1992), S. 300-302.

<sup>36</sup> Der Goldstandard kann als eine wesentliche Ursache der Weltwirtschaftskrise angesehen werden. Durch die Bindung der Geldmenge an Gold- und Währungsreserven und durch die Sterilisationspolitik der Zahlungsbilanzüberschußländer (USA, Frankreich) kam es zu einer Kontraktion der Weltgeldmenge und zu einer deflationären Entwicklung, die einen Einbruch der Wirtschaftsaktivitäten zur Folge hatte. Vgl. Bernanke (1993a), S. 255-266 und Eichengreen (1992a), S. 390-399.

<sup>37</sup> Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 68. Daraufhin bildete sich ein loser Währungsverbund, der Sterling-Block (1931-1939), an dem die Commonwealthstaaten, Portugal und Skandinavien teilnahmen. Innerhalb dieses Blocks diente das Pfund als regionale Leitwährung. Mit Ausbruch des Krieges traten die Commonwealthstaaten aus, und es verblieb das Sterling-Gebiet. Vgl. Issing (1965), S. 47-51.



## 2. Keynesianisches demand management und das Währungssystem von Bretton Woods als Rahmen der britischen Geld- und Währungspolitik

### 2.1. Konstruktionsmerkmale des Währungssystems von Bretton Woods

Seit 1943 verhandelten Briten und Amerikaner über die Ausgestaltung eines neuen Währungssystems für die Zeit nach Beendigung des Zweiten Weltkriegs. Ziel war es, die Mängel des Goldstandards, die zu seinem Scheitern geführt hatten, zu vermeiden.

So wollte man eine strikte Bindung der Geldmenge an ein Gut wie Gold vermeiden, um die Gefahr deflationärer, kontraktiver Prozesse zu verringern. Deshalb durfte der US-Dollar, der als neue, institutionalisierte Leitwährung seine feste Parität zum Gold beibehielt, von den anderen Ländern als offizielle Reserve zur Deckung ihres Banknotenumlaufs gehalten werden, so daß eine indirekte Anbindung der anderen Währungen an das Gold bestand. Es handelte sich also um einen Gold-Devisen-Standard.<sup>38</sup>

Zusätzlich drängten vor allem die Briten unter Führung von Keynes darauf, daß das neue Währungssystem nicht die nationale Autonomie der Wirtschaftspolitik eines Landes einschränken sollte.<sup>39</sup> Keynes wollte vermeiden, daß Großbritannien wieder das interne Gleichgewicht opfern mußte, um das externe Gleichgewicht erhalten zu können. Arbeitslosigkeit und geringes Wirtschaftswachstum als Folge hoher Zinsen einer von außenwirtschaftlichen Zwängen diktierten, restriktiven Geldpolitik sollten nicht erneut der Preis für die Aufrechterhaltung des Währungssystems sein. Im Unterschied zum Goldstandard waren deshalb im IWF-Abkommen keine Deckungsvorschriften, also kein festes Verhältnis von inländischer Geldmenge zu Währungsreserven, vorgeschrieben. Dadurch sollte jedes Land in die Lage versetzt werden, eine autonome Geldmengen- oder Zinspolitik zu betreiben.

Durch die Aufhebung der Deckungsvorschrift ging aber auch der Geldmengen-Preis-Mechanismus als Automatismus des Zahlungsbilanzausgleichs verloren.<sup>40</sup> Deshalb durften die gewählten Wechselkursparitäten nicht für immer festgeschrieben sein, sondern mußten sich an auftretende Inflationsdifferenzen anpassen können. Die wichtigste Neuregelung im Vergleich zum Goldstandard war demzufolge die Abschaffung der *restauration rule*.<sup>41</sup> Ein Land mit fundamentalem Zahlungsbilanzungleichgewicht, z.B. aufgrund höherer Inflationsraten, sollte im System von Bretton Woods in Absprache mit dem IWF seine Parität ändern können. Die Wechselkurse sollten sich also zur

<sup>38</sup> Vgl. Dieckheuer (1995), S. 403f.

<sup>39</sup> Vgl. auch im folgenden McKinnon (1993), S. 11-15 und Bofinger (1991), S. 298f.

<sup>40</sup> Auch andere Mechanismen versagten. Die Preise waren wegen der nominellen Lohnstarrheit nach unten inflexibel. Aufgrund der Kapitalverkehrskontrollen konnte auch nicht der im Goldstandard praktizierte Weg eines ausgleichenden Kapitalbilanzüberschusses über höhere Zinsen begangen werden.

<sup>41</sup> Gleichzeitig barg dies den Keim des Scheiterns in sich. Denn zum einen entstanden dadurch Wechselkursänderungserwartungen, so daß gemäß der Renditeparität höhere Zinsdifferenzen zur Steuerung der internationalen Kapitalströme nötig waren. Zum anderen entwickelten sich auf diese Weise Möglichkeiten der Devisenspekulation. Als Folge wirkten die internationalen Kapitalströme nicht mehr stabilisierend, sondern destabilisierend.

Vermeidung deflationärer Prozesse an die Preise anpassen und nicht umgekehrt wie noch im Goldstandard. Kurzfristige, nicht fundamentale Zahlungsbilanzungleichgewichte sollte ein Land mit Hilfe seiner Währungsreserven oder durch Kredite des IWF begleichen können.<sup>42</sup>

Schließlich wollte man die Konvertibilität der jeweiligen Landeswährung in andere Währungen erreichen.<sup>43</sup> Da alle drei Ziele zusammengenommen ein „magisches Dreieck“ darstellten und nicht gemeinsam erreichbar waren, entschied man sich dafür, die Konvertibilität bei Kapitalbilanztransaktionen anfangs einzuschränken. Es handelte sich also um ein System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse<sup>44</sup> mit dem Ziel einer Förderung des Welthandels bei gleichzeitiger Autonomie der nationalen Wirtschaftspolitik.<sup>45</sup>

## **2.2. Die britische Geld- und Währungspolitik unter dem Primat des Vollbeschäftigungsziels: Das Diktat der Zahlungsbilanz und die Geldpolitik der direkten Eingriffe (1945-1971)**

In Großbritannien wurde der Geldpolitik nach dem Zweiten Weltkrieg gemäß der keynesianischen Theorie nur eine geringe Bedeutung beigemessen. Über ein niedriges Zinsniveau sollte die Finanzierung der Staatsschulden, die im Zuge einer expansiven Finanzpolitik entstanden, erleichtert und über die Begünstigung der Investitionen ein Beitrag zum Vollbeschäftigungsziel geleistet werden. Diese Geldpolitik des billigen Geldes war anfangs sehr passiv, der Leitzins wurde mehrere Jahre nicht variiert. Als weiteres, bedeutendes geldpolitisches Instrument bestand außerdem nur die Verpflichtung der Clearingbanken, 10% ihrer liquiden Mittel bei der Bank of England zu unterhalten („cash ratio“). 1946 wurde das cash ratio auf 8% gesenkt. Die Geschäftsbanken waren zudem angehalten, zwischen 25% und 30% ihrer Aktiva in liquiden Mitteln (Zentralbankguthaben, money at call bei den Diskonthäusern, Schatz- und Handelswechsel) zu halten („liquidity ratio“).<sup>46</sup>

Auf Druck der USA wurde 1947 die Konvertibilität des Pfundes wieder eingeführt. Die schlechte wirtschaftliche Lage Großbritanniens und die Überbewertung des Pfundes führten aber zu hohen Kapitalexporten, so daß die Konvertibilität bereits nach wenigen Wochen wieder suspendiert werden mußte.<sup>47</sup>

<sup>42</sup> Der sog. Buffer Stock Approach, vgl. McKinnon (1993), S. 14. Der Funktionswandel der Währungsreserven wird deutlich. Während sie zur Zeit des Goldstandards vor dem Ersten Weltkrieg als Absicherung und Begrenzung des Banknotenumlaufs fungierten und so Preisstabilität erzeugen sollten, dienten sie im System von Bretton Woods als Mittel zur Finanzierung kurzfristiger Zahlungsbilanzungleichgewichte. Die Verbindung zum Preisniveau war aufgehoben.

<sup>43</sup> In Form der Ausländerkonvertibilität. Diese besteht in der Verpflichtung eines Landes, seine von Ausländern gehaltene Währung jederzeit in Gold oder in andere Währungen zu tauschen. Dieses Ziel bestand auch im Goldstandard, zumindest in der Zwischenkriegszeit verstießen aber viele Staaten dagegen.

<sup>44</sup> Die ursprüngliche Wechselkursbandbreite betrug  $\pm 1\%$ .

<sup>45</sup> Vgl. Ohr (1990b), S. 509.

<sup>46</sup> Vgl. auch im folgenden Dimsdale (1991), S. 97-125.

<sup>47</sup> Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 71.

Eine hohe binnenwirtschaftliche Nachfrage im Zuge einer Politik der Nachfragesteuerung (demand management), die sich am keynesianischen Modell der geschlossenen Volkswirtschaft orientierte, hatte seit 1955 zu relativ hohen Inflationsraten, zu chronischen Zahlungsbilanzdefiziten, dem Verlust von Währungsreserven und zu einer Schwächung des Pfundes (insbesondere 1955 und 1957) geführt. Deshalb wurde die Geldpolitik aktiver zur Bekämpfung von Zahlungsbilanzdefiziten eingesetzt.<sup>48</sup>

Höhere Zinsen sollten die Inflations- und Zahlungsbilanzprobleme über zwei Transmissionskanäle lösen. Zum einen waren die Zinsen des Geschäftsbankenkartells<sup>49</sup> direkt an den Leitzins der Bank of England, die Bank rate, gebunden, so daß man über eine Verteuerung der Kredite letztlich auf ein Absinken der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hoffte. Zum anderen versuchte man, über höhere Zinsen den Abfluß von Sterlingguthaben zu verhindern.<sup>50</sup> Die restriktive Zinspolitik war in ihrer Wirksamkeit aber beschränkt, da die Bank of England, um die Finanzierung der Staatsschulden gewährleisten zu können, eine Politik der Stabilisierung des Marktes für Regierungsanleihen betrieb (debt management).<sup>51</sup> Dadurch konnten die Banken Schatzwechsel und Anleihen jederzeit zu Mindestpreisen an die Bank of England verkaufen und so risikolos liquidieren.<sup>52</sup> Dies führte zu der paradoxen Situation, daß eine Erhöhung der Bank rate zu einer Expansion statt zu einer Kontraktion der Geldmenge führte, da die Banken ihre Wertpapiere verkauften und stattdessen Kredite vergaben, um Kursverlusten zu entgehen.<sup>53</sup> Statt die Konjunktur wie gewünscht zu bremsen, geschah das Gegenteil. Der Versuch, über eine restriktive Zinspolitik das Kreditwachstum und die Konjunktur zu bremsen, um die Zahlungsbilanz wieder auszugleichen, scheiterte somit an der institutionellen Verpflichtung der Bank of England zur Gewährleistung der Staatsfinanzierung.

1958 wurde deshalb die Mindestreservpolitik der Bank of England verschärft,<sup>54</sup> mit der man die Bankenliquidität und damit die Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken beeinflussen wollte, um so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Importe zu verringern. Das Mindestreserveinstrument erwies sich aber als wirkungslos, da die Banken auf eine Einberufung der special deposits nicht mit einer Verringerung der

<sup>48</sup> Vgl. Walters (1988a), S. 280-282.

<sup>49</sup> Die großen Geschäftsbanken betrieben keinen Wettbewerb, sondern verhielten sich wie ein Kartell. Hintergrund hierfür war der Wunsch der Regierung, die Zinssätze exakt vorgeben zu können.

<sup>50</sup> Bis 1958, als erst die volle Konvertibilität der meisten Währungen hergestellt war, war der Versuch, über höhere Zinsen einen Kapitalbilanzüberschuß zum Ausgleich des Handelsbilanzdefizits zu erzeugen, nahezu wirkungslos.

<sup>51</sup> Die Bank of England wollte dadurch die Staatsverschuldung vermehrt über langfristige Staatsanleihen (gilt-edged stocks) finanzieren können, um nicht über eine Ausdehnung des Schatzwechselumschlags die kurzfristige Liquidität der Banken weiter zu erhöhen. Die hohe geldpolitische Bedeutung des staatlichen Finanzierungsinstruments Schatzwechsel stellte somit ein institutionelles Hemmnis der Geldpolitik dar.

<sup>52</sup> Vgl. Dimsdale (1991), S. 116.

<sup>53</sup> Vgl. Roth (1989), S. 106-109.

<sup>54</sup> Neben dem bereits bestehenden cash and liquidity ratio wurden zur Flexibilisierung des Mindestreserveinstruments special deposits eingeführt. Diese erlaubten der Bank of England die jederzeitige Einberufung zusätzlicher Einlagen, um die Liquidität der Banken und damit ihre Kreditvergabe begrenzen zu können. Sie wurden 1960 das erste Mal angewendet.

lukrativen Kreditvergabe reagierten, sondern täglich fällige Einlagen (money at call) von den Diskonthäusern zurückriefen.<sup>55</sup>

Schließlich wickelte die Geldpolitik verstärkt auf direkte Kontrollen und Markteingriffe aus.<sup>56</sup> Man begrenzte die Kreditvergabe der Banken (Kreditplafondierung über sogenannte „lending ceilings“) mit dem Ziel der Kreditrationierung. Zuerst betrafen diese Eingriffe nur die Geschäftsbanken, als die Wirtschaft verstärkt auf andere Finanzintermediäre auswich, wurden auch diese reglementiert.<sup>57</sup> So führte man spezielle Beschränkungen von Teilzahlungskrediten ein, die hire purchase controls.<sup>58</sup> Zudem wurden die Beschränkungen immer spezifischer. Beispielsweise bestimmte man, daß Export- und Industriekredite zur Erhaltung des Wirtschaftswachstums von den Banken bevorzugt vergeben werden mußten, während Konsumkredite unerwünscht waren. Als Vorteil dieses Instruments der direkten Eingriffe sah man seine hohe Durchschlagskraft und seine gute Dosierbarkeit zumindest zum Einführungszeitpunkt an. Sehr bald zeigten sich aber die Nachteile. Es kam zu groß angelegten Ausweichprozessen (disintermediation), entweder auf andere Märkte (z.B. den Eurowährungsmärkten) oder auf andere Geschäftsformen. Dies führte zu Wettbewerbsverzerrungen und Effizienzverlusten im Finanzsektor, da bestimmte Teilbereiche mehr (z.B. die britischen Geschäftsbanken) und andere weniger (z.B. die Auslandsbanken) betroffen waren. Die Folge war ein zunehmendes Maß von Fehlallokationen. Insofern führte auch die Geldpolitik der direkten Eingriffe zu einer Verletzung wirtschaftspolitischer Ziele und mußte als Mißerfolg bewertet werden.

Allgemein muß die britische Geldpolitik der fünfziger und sechziger Jahre als unstetig und inkonsequent bezeichnet werden, da sie vom Zustand der Zahlungsbilanz diktiert wurde. In Phasen einer ausgeglichenen oder positiven Zahlungsbilanz betrieb man eine expansive Wirtschaftspolitik unter Federführung der Finanzpolitik, um so den Beschäftigungsgrad und das Wirtschaftswachstum zu erhöhen. In Phasen mit Zahlungsbilanzproblemen versuchte man dagegen, durch ein Abbremsen der Konjunktur, insbesondere durch die quantitative Beschränkung der Kreditvergabe, eine Verbesserung der Zahlungsbilanz herbeizuführen. Abwertungen des Pfundes wollte man aus Prestigegründen umgehen. So entwickelte sich eine Politik der Wachstums- und der Rezessionsphasen, die als „Stop and Go“-Politik bezeichnet wurde. Dies zeigte sich exemplarisch an den häufigen Änderungen der hire purchase controls.<sup>59</sup>

<sup>55</sup> Im Zuge des debt managements der Bank of England konnten die Banken zudem wie dargestellt die Mindestreserveverpflichtungen jederzeit durch den Verkauf von Staatspapieren erfüllen.

<sup>56</sup> Dies, obwohl der Radcliffe-Bericht von 1959 ausdrücklich darauf hingewiesen hatte, daß direkte Eingriffe zu Marktverzerrungen führen würden und der Finanzsektor über Innovationen diese Politik umgehen und wirkungslos machen würde. Der Bericht empfahl stattdessen den Übergang zu einer preislichen Kontrolle des Kreditvolumens über eine akzentuiertere Zinspolitik. Da das im Bericht vorgetragene Konzept der allgemeinen Liquidität aber nicht operationalisierbar war, fand es in der Praxis keine Beachtung. Vgl. Committee on the Working of the Monetary System (1959), Ziffer 436-441.

<sup>57</sup> Vgl. Dimsdale (1991), S. 110.

<sup>58</sup> Vgl. Cairncross (1992), S. 98.

<sup>59</sup> So wurden hire purchase controls 1960 eingeführt, 1961/62/64 wieder schrittweise entschärft, 1965 wieder verschärft und 1967 wieder entschärft. Für eine Darstellung der einzelnen geldpolitischen Schritte vergleiche Dimsdale (1991), S. 99-103 und S. 110-115.

Die Folge dieser un stetigen Wirtschaftspolitik war, daß Großbritannien die niedrigsten Wachstumsraten aller Industrieländer hatte, da die Investitionen selbst in Boomphasen in Erwartung einer restriktiven Politik nicht stark anstiegen. Keynes' Wunsch, eine aus währungssystem-politischen Zwängen nötige restriktive Wirtschaftspolitik durch Paritätsanpassungen umgehen zu können, erwies sich als unerfüllbar, denn auch im System von Bretton Woods war die britische Wirtschaftspolitik der Zahlungsbilanzrestriktion unterworfen. Das Unvermögen der Geldpolitik, die Konjunkturentwicklung bremsen und das Zahlungsbilanzproblem lösen zu können, führte dazu, daß Großbritannien 1949 und 1967 das Pfund abwerten mußte.<sup>60</sup> Aus dem ehemaligen Leitwährungsland war ein Schwachwährungsland geworden. Der Grund lag darin, daß Großbritannien sich zu eng am keynesianischen Modell einer geschlossenen Volkswirtschaft orientierte und die Finanzpolitik zu sehr zur Ankurbelung der Wirtschaft nutzte. Die resultierenden Zahlungsbilanzdefizite waren von der Politik in dieser Form deshalb nicht erwartet worden. Insofern durfte man die mangelnde Autonomie Großbritanniens nicht dem Währungssystem von Bretton Woods anlasten, sondern der Mißerfolg war einem falschen britischen Modellverständnis der Weltwirtschaft zuzuschreiben. Zudem verringerten die institutionellen Rahmenbedingungen in Form innovativer Banken und der Einbindung der Bank of England in das Schuldenmanagement der Regierung die Wirksamkeit einer restriktiven Geldpolitik.

### **2.3. Der geldpolitische Ansatz der competition and credit control (der new approach, 1971-1974)**

Anfangs der siebziger Jahre zerbrach das Währungssystem von Bretton Woods. Nach der Auflösung der Goldbindung und einer Abwertung des Dollars sowie einer Erweiterung der Bandbreiten erfolgte im Frühjahr 1973 die endgültige Auflösung des Systems. Gründe für das Scheitern waren eine zunehmende Schwäche der institutionalisierten Leitwährung, mangelnde Anpassungsmaßnahmen (unzureichende Paritätsänderungen und binnenwirtschaftliche Stabilisierungspolitiken der betroffenen Staaten) und die Unverträglichkeit der drei Ziele des Systems. Feste Wechselkurse in Verbindung mit einem liberalisierten Handels- und Kapitalverkehr bei gleichzeitiger nationaler Autonomie der Wirtschaftspolitik führten aufgrund der unterschiedlichen stabilitätspolitischen Ausrichtungen der beteiligten Länder zu zu großen Differenzen bei den Inflationsraten und den Zinsen sowie zu hohen Zahlungsbilanzdefiziten. Als die hohen Wachstumsraten der Nachkriegszeit vorbei waren, kam es zu nicht mehr überbrückbaren Spannungen.<sup>61</sup>

In Großbritannien sah man im Zusammenbruch des Währungssystems den Gewinn eines zusätzlichen, wirtschaftspolitischen Freiheitsgrades. Man glaubte sich durch einen flexiblen Wechselkurs, der automatisch zu Zahlungsbilanzgleichgewicht führen würde, von der außenwirtschaftlichen Restriktion und damit von der Stop-Go-Politik be-

<sup>60</sup> Die Abwertungen führten kurzfristig über erhöhte Importpreise zu noch höheren Inflationsraten und über den J-Kurven-Effekt zu einer weiteren Verschlechterung der Zahlungsbilanz. Mittelfristig verbesserte sich aber die Zahlungsbilanz und war z.B. 1971 wieder positiv.

<sup>61</sup> Vgl. Ohr (1990b), S. 510 und Adebahr (1990), S. 418-425.



freit und wollte das Zinsinstrument zur Kontrolle des Kreditwachstums und für das Geldwertstabilitätsziel nützen.

Das Pfund war bereits im Juni 1971 aus dem Währungssystem von Bretton Woods ausgeschieden. Die Regierung um Edward Heath wollte die beginnende Konjunkturkrise mittels einer keynesianisch-expansiven Fiskalpolitik bekämpfen<sup>62</sup> und dabei nicht durch die Aufrechterhaltung einer Wechselkursparität eingeschränkt werden. Geldpolitisch kam es in Form der competition and credit control (CCC) zu einem radikalen Wechsel der geldpolitischen Konzeption.<sup>63</sup> Dieser ist als unmittelbare Antwort auf das Scheitern der bisher praktizierten Geldpolitik der direkten Eingriffe zu verstehen. Durch einen Verzicht auf weitere dirigistische Maßnahmen sollte im Vertrauen auf die Marktkräfte der Wettbewerb und die Allokationseffizienz wieder erhöht werden.<sup>64</sup>

Die quantitativen Höchstgrenzen der Kreditvergabe wurden aufgehoben. Das liquidity ratio und das cash ratio wurden durch ein reserve assets ratio (RAR<sup>65</sup>) ersetzt. Zur Ergänzung konnte die Bank of England weiterhin special deposits einfordern, um so diskretionär die Liquidität im Bankensektor zu senken.<sup>66</sup>

Ziel der Geldpolitik war eine preisliche Steuerung der Kreditnachfrage und damit des monetären Expansionsgrades. Die Bank of England versuchte dabei, das kurzfristige Zinsniveau über Offenmarktoperationen zu beeinflussen. Es handelte sich also um eine preis- statt mengenorientierte Kontrolle des Kreditvolumens.<sup>67</sup> Damit die Funktionsbedingung frei beweglicher Zinsen erfüllt war, wurde das Zinskartell der Geschäftsbanken aufgelöst.

Kernpunkt des Konzepts war eine marktliche Steuerung der Portfolioentscheidungen der Wirtschaftsakteure, insbesondere der Kreditvergabe der Banken und der Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte, über eine Veränderung der Zinsstruktur. Der Transmissionsmechanismus lief wie folgt ab. Durch die Einberufung von special deposits oder durch kontraktive Offenmarktoperationen verringerte die Bank of England den Liquiditätsstatus der Banken. Um die geforderten Reserveverpflichtungen erfüllen zu können, mußten die Banken entweder Reserveaktiva erwerben oder nicht zu den Reserven gezahlte Aktiva verkaufen. Da sie diese Aktiva, um Liquidität zu ge-

<sup>62</sup> Vgl. Keegan (1984), S. 31f. und Parkin (1982), S. 65f.

<sup>63</sup> Vgl. auch im folgenden Moran (1982), S. 3-5 und Roth (1989), S. 120-143.

<sup>64</sup> Vgl. Bisignano (1996), S. 4. Dementsprechend führte die Bank of England 1972 die minimum lending rate (MLR) ein, die die Bank rate ablöste. Die MLR war bis 1978 direkt an die Zinssätze der Treasury bills gebunden und war damit marktnäher als die administrative Bank rate. Auch das debt management wurde weitestgehend aufgegeben, so daß der langfristige Zins ebenfalls marktbestimmt wurde.

<sup>65</sup> Dieses verpflichtete die Banken, 12,5% ihrer eligible liabilities in Form vorgeschriebener, kurzfristig liquider Aktiva zu halten. Die Clearingbanken mußten dabei mindestens 1,5%-Punkte der Quote als Zentralbankgeld halten (cash ratio). Das RAR wurde bis 1981 angewendet.

<sup>66</sup> Vgl. Altling (1998), S. 73f.

<sup>67</sup> Vgl. Moran (1982), S. 30f. und Frowen/Karakitsos (1997), S. 503f. Das Kreditvolumen diente weiterhin als eine Art Zwischenzielgröße.



winnen, nur an Nichtbanken verkaufen konnten, wurden dadurch Bankeinlagen vernichtet, und es entstand durch den Fall der Kurse der Aktiva ein Zinsdruck nach oben. Diese Bewegung konnte die Bank of England noch durch eine Anhebung ihrer Zinsen verstärken. Dadurch erhöhte sich der Druck zu Portfolioumschichtungen weiter. Letztlich deckte die Bank of England den Liquiditätsbedarf der Banken im Diskontmarkt zu erhöhten Zinsen. Als Ergebnis hielten die Banken aufgrund der höheren Zinsen weniger Reserven und mehr zinstragende Aktiva. Ihr Kreditspielraum verringerte sich dadurch, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit der Druck auf die Preise und die Zahlungsbilanz wurde schwächer.<sup>68</sup>

Voraussetzungen für diesen Mechanismus waren eine ausreichende Zinselastizität der Kreditnachfrage und die Fähigkeit der Zentralbank, das Zinsniveau wirkungsvoll steuern zu können. Als problematisch erwies es sich, daß die Reserveaktiva, die z.B. auch Wechsel und Einlagen der Banken bei den Diskonthäusern umfaßten, zum Teil vom privaten Sektor selbst produziert werden konnten, was die Effizienz des RAR minderte. Zudem reagierten die Banken auf den Liquiditätsdruck nicht mit dem Verkauf von Nichtreserveaktiva, sondern mit einem intensiven Zinswettbewerb um Passiveinlagen ihrer Kunden (liability management). Die höheren Bankzinsen führten zu erhöhten Kapitalimporten und zu einer Ausdehnung der Bankeinlagen, so daß die Geldmenge entgegen der Absicht wuchs.<sup>69</sup> Zusätzlich lohnte es sich für Schuldner der ersten Bonität, Kredite aufzunehmen und diese zu hohen Zinssätzen wieder im Bankensystem anzulegen. Dieser Vorgang, der als „round tripping“ bezeichnet wurde, begünstigte ein starkes Anwachsen der Geldmenge.<sup>70</sup>

Insgesamt erwies sich die Politik als Fehlschlag. Aufgrund der Aufhebung der Kreditplafondierung<sup>71</sup> und im Zuge einer expansiven Fiskalpolitik (Barber-Boom) kam es zu einer starken Ausdehnung der Kredite mit dem Resultat einer Geldmengenexplosion und, verstärkt durch die erste Ölkrise, einer Inflationsrate von 27%.<sup>72</sup> Auch das Zahlungsbilanzdefizit erreichte Rekordhöhen. Der Versuch, das Kreditvolumen über den Zins zu steuern, scheiterte, da sich in der Zeit der Kreditplafondierung ein hoher Nachholbedarf aufgestaut hatte und da aufgrund der expansiven Fiskalpolitik die Erlöserwartungen der Unternehmen so hoch waren, daß selbst bei hohen Finanzierungskosten Investitionen noch lohnend erschienen. Damit endete der Versuch der Regierung, einen Angebotsschock mittels Nachfragesteuerung zu beheben, entsprechend der Theorie in einer Lohn-Preis-Spirale aus sich selbst verstärkenden Inflationserwartungen und Lohnerhöhungen. Notgedrungen griff man 1973 wieder auf direkte Kontrollen zurück und reformierte die Geldpolitik 1974 erneut.

<sup>68</sup> Vgl. Roth (1989), S. 123-126.

<sup>69</sup> Vgl. Dicks-Mireaux (1983), S. 95 und Roth (1989), S. 265-274.

<sup>70</sup> Vgl. Mader (1989), S. 131.

<sup>71</sup> Da die Banken dadurch keiner quantitativen Begrenzung mehr unterlagen, wurden wieder verstärkt bilanzwirksame Geschäftsarten getätigt. Dieser Vorgang wurde als „reintermediation“ bezeichnet.

<sup>72</sup> Vgl. Walters (1988a), S. 271f.

## 2.4. Charakterisierung des new new approach (1974-1979)

Auf eine Zinssteuerung am Markt wurde zu Gunsten einer erneuten quantitativen Kontrolle der Kreditvergabe der Banken verzichtet. Dabei führte man eine Art Strafmindestreserve in Form des supplementary special deposits scheme (SSDS<sup>73</sup>) ein. Dies schrieb den Banken zinslose Einlagen bei der Bank of England vor, falls das Wachstum ihrer interest-bearing eligible liabilities (IBELs<sup>74</sup>) bestimmte Raten überstieg. Dadurch sollte die Hereinnahme hochverzinsster Einlagen und eine weitere Ausdehnung der Kreditvergabe für die Banken in zunehmendem Maße unlukrativ werden und eine zu starke Expansion der Geldmenge<sup>75</sup> aufgrund der Geldschöpfung der Banken vermieden werden.<sup>76</sup> Diese Konstruktion wurde als Korsett (corset) bezeichnet und war weit vom Ziel eines freien Wettbewerbs gemäß CCC entfernt.

Des weiteren verfolgte die Bank of England eine aggressive Kapitalmarktstrategie, die als Duke of York-Strategie bezeichnet wurde.<sup>77</sup> Um den Absatz von Staatsanleihen zu forcieren, führte die Bank of England auf dem Kapitalmarkt einen abrupten Zinsanstieg herbei. Aufgrund von Zinssenkungserwartungen kauften die Anleger die nun emittierten Staatsanleihen in der Hoffnung auf Kursgewinne. Durch den Kauf von Staatspapieren sanken die Kundeneinlagen bei den Banken, die dadurch einen geringeren Kreditvergabespielraum hatten. Mehrfach erwies sich diese Strategie als wirkungsvolles Instrument, um geldpolitische Zielvorstellungen und Staatsschuldfinanzierung verbinden zu können. Von Nachteil waren jedoch die resultierenden Zinsschwankungen und die hohen Finanzierungskosten der Regierung.

Zusammenfassend kann der new new approach anfänglich als Erfolg gewertet werden, da ihm zusammen mit einer Einkommenspolitik, die Preis- und Lohnstopps umfaßte, die Reduktion des Geldmengenwachstums und der Inflationsraten recht schnell gelang. Seit 1976 zeigten sich aber immer mehr die Schwächen dieses Ansatzes. Das Bankensystem wich über die Erfindung neuer Einlageinstrumente der IBELs-Begrenzung aus, vor allem die Einlagen in Fremdwährungen gewannen stark an Bedeutung. Zudem tätigten die Banken verstärkt nicht bilanzwirksame Geschäfte wie Akzeptkredite (sog. „bill leak“) und wichen auf Parallelmärkte aus (disintermediation).<sup>78</sup> Die Fähigkeit der britischen Finanzindustrie zur Entwicklung von Finanzinnovationen erwies sich als eines der Hauptprobleme der britischen Geldpolitik. Zusätzlich beendete die Regierung nach der Tilgung des IWF-Kredits aufgrund ihrer Priorität für das Wachstums- und Beschäftigungsziel ihre restriktive Wirtschafts-

<sup>73</sup> Vgl. BEQB (March 1982a), S. 74-84.

<sup>74</sup> IBELs waren die zinstragenden Passiva der Banken, die von der Bank of England zur Berechnung der Mindestreserve herangezogen wurden.

<sup>75</sup> 1969/70 und 1976-1979 wurden in Großbritannien in Zusammenhang mit IWF-Krediten zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten erstmals Geldmengenziele in Form der domestic credit expansion (DCE), beziehungsweise für sterling M3 verfolgt. Vgl. Fforde (1982), S. 201-208.

<sup>76</sup> Ein Problem war, daß die Banken durch eine Erhöhung der Kreditzinsen die Kosten des SSDS kompensieren konnten.

<sup>77</sup> Vgl. Paprotzki (1991), S. 148.

<sup>78</sup> Vgl. BEQB (March 1982a), S. 82f.

politik, die bis dahin die monetäre Kontrolle des Kreditwachstums unterstützt hatte. Erneute Reformen erwiesen sich als nötig.

### 3. Monetaristisch geprägte Geldpolitik in Großbritannien: Das „Thatcher-Experiment“ (1979-1985)

1979 gewann die konservative Partei die Wahlen, und Margaret Thatcher wurde Premierministerin. Ihre erklärte Absicht war die Beendigung der keynesianischen Politik des demand managements und die Einführung einer monetaristisch geprägten Geldpolitik als wichtigstes Instrument der Wirtschaftspolitik.<sup>79</sup> Ihr Hauptziel war die Reduzierung der hohen Inflationsrate, das sie, der Friedmanschen Aussage folgend, daß Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen sei, über eine restriktive Geldmengensteuerung erreichen wollte. Einkommenspolitiken, wie sie bisher für das Preisstabilitätsziel genutzt wurden, lehnte die neue Regierung ab. Die Fiskalpolitik wurde geldpolitischen Zielsetzungen untergeordnet. Beachtet wurde nur der Zusammenhang des Budgetdefizits mit dem Geldmengenwachstum, reale Wirkungen wurden gemäß der monetaristischen Theorie auf mittlere Sicht geleugnet.<sup>80</sup>

Der damalige hauptverantwortliche Staatssekretär im Finanzministerium, Lawson, sah in der Strategie der Thatcher-Administration eine instrumentelle Umkehr in der Wirtschaftspolitik. Während in Großbritannien in den sechziger und siebziger Jahren versucht worden war, das Wachstum- und Beschäftigungsziel über makroökonomische Maßnahmen (des demand managements) zu erreichen, und das Preisstabilitätsziel über das mikroökonomische Instrument der Einkommens- und Preispolitik gesichert werden sollte, wollte die Thatcher-Regierung eine niedrige Inflationsrate über eine makroökonomische Steuerung (durch die Geldpolitik) und ein hohes Wachstums- und Beschäftigungsniveau über eine mikroökonomische Deregulierungspolitik zur Stärkung des Wettbewerbs erreichen.<sup>81</sup>

Die für eine Politik der Geldmengensteuerung notwendigen Voraussetzungen – Kontrolle der Notenbank über die Geldmengenentwicklung<sup>82</sup> und Prognostizierbarkeit der Umlaufgeschwindigkeit – versuchte die Regierung durch Reformen zu erfüllen.

<sup>79</sup> Eine ausführliche Darstellung dieser Politik erfolgt in Dimsdale (1991), S. 129-139, Roth (1989), S. 185-215 und Paprotzki (1991), S. 159-195.

<sup>80</sup> Vgl. Barker (1985), S. 47f. Einen umfassenden Überblick über die Theorie des Monetarismus und seine Implikationen für Großbritannien bieten Paprotzki (1991), S. 7-39 und Roth (1989), S. 157-185.

<sup>81</sup> Vgl. Lawson (1992), S. 414f.

<sup>82</sup> Streng genommen sieht der Monetarismus die Macht der Zentralbank als auf die Geldbasis (monetary base, high-powered money) beschränkt an. Die Geldbasis kann dabei bilanztechnisch als Summe aus Bargeldumlauf (erweitert um den Münzumlauf) und Einlagen der Banken bei der Zentralbank definiert werden. Die gesamte Geldmenge M ergibt sich dann als Produkt aus dem Geldschöpfungsmultiplikator m und der Geldbasis B:

$$M = mB \quad \text{wobei } m = (1+h)/(r+c) \quad \text{mit } h = \text{Bargeldhaltungskoeffizient und } r = \text{Reservequotient}$$

r und h unterlagen dabei nicht völlig der Kontrolle der Zentralbank. So bestand in Großbritannien keine Mindestreserveverpflichtung der Banken, so daß r von diesen im wesentlichen frei bestimmt

Damit die Zentralbank die uneingeschränkte Gewalt über die Entstehung von Basisgeld hatte, mußte zunächst eine exogene Geldbasis geschaffen werden.<sup>83</sup> Erste Bedingung hierfür war ein System flexibler Wechselkurse. Dies war der Hauptgrund, warum Großbritannien 1979 nicht dem Wechselkursmechanismus (ERM) des neugegründeten Europäischen Währungssystems (EWS) beitrug.<sup>84</sup> Des weiteren wurde die Bedeutung der Refinanzierungspolitik zurückgeschraubt, da diese den Banken bislang automatische Zugriffsmöglichkeiten ohne quantitative Beschränkung auf Zentralbankgeld gewährt hatte. So veröffentlichte die Bank of England die MLR als festen Ankaufssatz für Wechsel nicht mehr.<sup>85</sup> Sie wollte damit der Kritik entgegenwirken, sie stelle einen lender of first resort und nicht einen lender of last resort dar, was jede effektive Geldbasiskontrolle verhindere. Außerdem sollte der administrative Einfluß auf das Zinsniveau zugunsten der Marktkräfte verringert und eine höhere Flexibilität der Geldpolitik erreicht werden. Gleichzeitig kam die stärkere Mengen- statt Preisorientierung zum Ausdruck.

Anstelle der Refinanzierungspolitik wuchs die Bedeutung der mengenorientierten Offenmarktpolitik.<sup>86</sup> Deren Problem bestand aber in eventuell auftretenden, starken Zinsschwankungen. Um diese befürchtete, größere Volatilität der Zinssätze zu vermeiden, beabsichtigte die Bank of England, die Zinsen innerhalb eines nicht veröffentlichten Bandes zu halten. Innerhalb des Bandes blieb die Zinsbildung dem Markt überlassen, an den Rändern des Bandes wirkte die Bank of England kontrollierend ein.

---

werden konnte. Des weiteren verhinderte das Verhältnis der Bank of England zu den Diskonthäusern eine strenge Geldbasiskontrolle, siehe unten. Der Bargeldhaltungskoeffizient  $h$  hing wiederum von den Zahlungsgewohnheiten und der technischen Entwicklung des Finanzwesens ab. Friedman glaubte aufgrund wissenschaftlicher Untersuchungen jedoch, daß die Veränderungen der Geldbasis das entscheidende Element in der Veränderung des Geldangebots seien. Daher könne  $m$  (zumindest in „normalen“ Zeiten) als annähernd konstant betrachtet werden, so daß die Zentralbank die gesamte Geldmenge steuern könne. Vgl. Friedman/Schwartz (1969), S. 684-686.

<sup>83</sup> Meist läßt sich der Idealzustand einer völlig exogenen Geldbasis nicht realisieren, und man gibt sich mit einer im wesentlichen exogenen Geldbasis zufrieden. In einem Diskussionspapier, das als „Green Paper of Monetary Control“ (HM Treasury/ Bank of England (1980)) bezeichnet wurde, erörterte die Regierung zusammen mit der Bank of England verschiedene Systeme einer verbesserten, kurzfristigen Kontrolle der Geldbasis. Dabei wurde festgestellt, daß ein System ohne Mindestreserveverpflichtung eine stabile Beziehung zwischen dem von den Banken freiwillig gehaltenen Zentralbankgeld und der Geldmenge erfordern würde. Um dies zu gewährleisten, wären weitreichende institutionelle Veränderungen nötig gewesen, die die Effizienz der britischen Geldmärkte stark verringert hätten. In einem System mit Mindestreserveverpflichtung befürchtete man dagegen starke Disintermediationsprozesse zur Umgehung der Reservepflicht, insbesondere durch eine Verlagerung der Geschäftstätigkeit ins Ausland. Im Ergebnis wäre auch dadurch keine bessere Kontrolle über die Geldbasis gewonnen worden. Als drittes System wurde ein Indikatorsystem vorgeschlagen. Dieses System hätte auf quantitative Vorgaben für die Geldbasis verzichtet und diese stattdessen als Indikator für erforderliche Zinssatzänderungen genutzt. Das Papier wurde von Friedman wegen seiner zu starken Betonung der Zinspolitik und der Fiskalpolitik als Instrumente der Geldmengensteuerung heftig kritisiert, vgl. House of Commons Treasury and Civil Service Committee (1980), Vol. 1, S. 57-88.

<sup>84</sup> Für eine Beschreibung der Konstruktionsmerkmale und Ziele des EWS siehe z.B. Kenen (1995), S. 6-10, Bladen-Hovell (1994), S. 329-332, Ohr (1996d), S. 203-212 und Ohr (1990a), S. 34-45.

<sup>85</sup> Vgl. BEQB (December 1980), S.428 und Kneeshaw/Van den Bergh (1989), S. 45.

<sup>86</sup> So wurden 1981 erstmals in Großbritannien Wertpapierpensionsgeschäfte als ad-hoc-Instrument bei Liquiditätseingüssen eingeführt. Vgl. Crawford (1996), S. 245.

Zudem behielt sie sich das Recht vor, in Ausnahmefällen die MLR zu veröffentlichen, um Signalwirkungen zu erzielen.

Die stärkere Rolle des Marktes bei der Bestimmung des Zinsniveaus erforderte die Herausbildung funktionsfähiger, wettbewerbsorientierter Finanzmärkte. Daher setzte die Regierung im Finanzsystem zahlreiche Deregulierungs- und Reformmaßnahmen durch. Neben den bereits in Kapitel D.II. beschriebenen institutionellen Reformen wurden insbesondere den Wettbewerb einschränkende Rechtsvorschriften abgeschafft. So wurde sofort mit Regierungsantritt die restriktiven Kreditvergabevorschriften der building societies aufgehoben. Nach und nach wurde dann das Zinskartell der building societies aufgelöst, die hire purchase controls abgeschafft sowie die Beschränkungen der Geschäftsbanken bei Immobilienkrediten und weitere Richtlinien im Kreditgeschäft aufgehoben.<sup>87</sup>

Als weitere Reformmaßnahme wurden die Mindestreservevorschriften geändert. Das RAR wurde abgeschafft und durch Liquiditätsgrundsätze, eine neue Form des cash ratio, ersetzt.<sup>88</sup> Dieses schrieb allen von der Bank of England zugelassenen Instituten vor, 0,5% (seit 1992 abgesenkt auf 0,35%) ihrer eligible liabilities in Form von Zentralbankguthaben zu halten. Das cash ratio hatte keinerlei geldpolitische Funktion, sondern es diente lediglich der Einkommenserzielung der Bank of England. Der Verzicht auf die Mindestreservepolitik entsprach zwar der Forderung des führenden Monetaristen Friedman, jedoch führte die Bank of England im Zuge der Bankenaufsicht auf informeller Ebene eine eher noch strengere Kontrolle der Bankenliquidität ein.<sup>89</sup>

Auch das SSDS (corset) wurde abgeschafft, da eine Begrenzung der Kreditvergabe inländischer Banken bei der gleichzeitig durchgeführten Aufhebung der Devisenkontrollen nur deren Wettbewerbsposition verschlechtert hätte, ohne eine Kontrolle der Geldschöpfung im Bankensystem zu ermöglichen.<sup>90</sup>

Schließlich wurden Schutzbestimmungen für den Wechselmarkt erlassen, da die Bank of England ihre Offenmarktgeschäfte weiterhin vorwiegend in Wechseln abwickelte und dafür ein ausreichendes Volumen von Wechseln benötigte. Zudem sollte den Diskonthäusern nach Abschaffung des RAR ein genügend hoher Mittelzufluß garantiert werden. Deshalb mußten die Banken zuerst 6%, später 5% ihrer eligible liabilities als money at call bei den Diskonthäusern hinterlegen.<sup>91</sup>

Insgesamt gelang es mit Hilfe der Deregulierungsmaßnahmen, die Wettbewerbsintensität im britischen Finanzsystem entscheidend zu stärken und funktionsfähige Finanzmärkte aufzubauen. Durch die Umwandlung der bislang in segmentierten Geschäftsbereichen tätigen Finanzinstitute in Universalbanken intensivierte sich der bin-

<sup>87</sup> Vgl. Lawson (1992), S. 625-628.

<sup>88</sup> Das special deposit scheme wurde zwar beibehalten, aber nie angewendet.

<sup>89</sup> Vgl. Paprotzki (1991), S. 56.

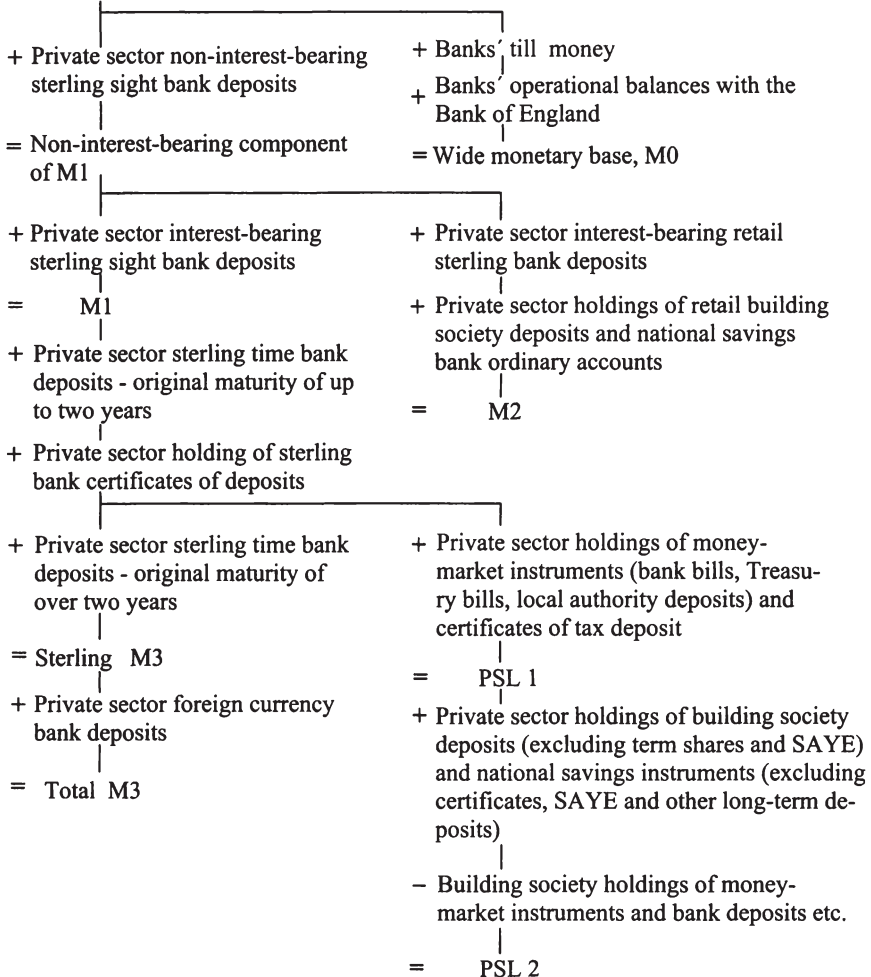
<sup>90</sup> Vgl. Lawson (1992), S. 82.

<sup>91</sup> Vgl. BEQB (March 1981), S. 39. Mit dem Big Bang wurde diese Bestimmung 1986 wieder abgeschafft.

nenwirtschaftliche Wettbewerb. Zusätzlich wurde das britische Finanzsystem durch die Aufhebung der Devisenkontrollen enger ins internationale Finanzgeschäft eingebunden, so daß auch ausländische Institute den Wettbewerbsdruck in Großbritannien erhöhten.

Abbildung F.1: Übersicht über die Definitionen der Geldmengenaggregate in Großbritannien

Notes and coin in circulation with the public





Das Gelingen der Geldmengensteuerung erforderte als zweite Grundvoraussetzung in Ergänzung zur Kontrolle der Geldbasis das Vorhandensein eines stabilen Geldangebotsmultiplikators. Dieser wurde vom Verhalten des Finanzsektors und des Publikums bestimmt und hing wesentlich von der Höhe des Zinsniveaus, der Zinsstruktur und den resultierenden Portfolioentscheidungen ab. Seine Stabilisierung verlangte daher von der Bank of England die Steuerung der Zinssätze. Ziel der Geldpolitik war es daher, mit Hilfe der Zinssteuerung die Kreditnachfrage und das Einlageverhalten des Publikums sowie die Geldschöpfung der Finanzintermediäre zu kontrollieren.<sup>92</sup>

Neben den bislang beschriebenen geldpolitischen Instrumenten wurde die Finanzpolitik explizit zur Steuerung des Geldmengenwachstums herangezogen. Basis der Instrumentalisierung der Finanzpolitik für geldpolitische Ziele war der sogenannte „counterpart approach“. Das Geldmengenaggregat sterling M3 war 1979 als Zwischenziel der Politik der Geldmengensteuerung ausgewählt worden, weil die entsprechende Nachfragefunktion in der Vergangenheit als stabil beobachtet worden war.<sup>93</sup> Dadurch ermöglichten Veränderungen des Aggregats der monetaristischen Theorie folgend direkte Rückschlüsse auf die Veränderung des Nominaleinkommens und damit, bei festgestelltem realen Wachstum, auf die Inflationsrate.<sup>94</sup>

Tabelle F.1: PSBR/GDP-Ziele bis 1990 und ihre Realisierung in Großbritannien (in %)

	Planzahlen für 19..										
Ziel gesetzt:	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90
1980	3,75	3	2,25	1,5							
1981		4,25	3,25	2							
1982			3,5	2,75	2						
1983				2,75	2,5	2					
1984					2,25	2	2	1,75	1,75		
1985						2	2	1,75	1,75		
1986							1,75	1,75	1,5	1,5	
1987								1	1	1	1
1988									-0,75	0	0
1989										-2,75	-1,75
1990											-1,25
Resultat	5,4	3,5	2,9	3,2	3,1	1,6	0,9	-0,9	-3	-1,5	-

Quelle: Temperton (1991), S. 11.

<sup>92</sup> Vgl. Paprotzki (1991), S. 168.

<sup>93</sup> Die Stabilität der Geldnachfrage bedeutet dabei, daß diese auf Veränderungen der sie erklärenden Größen, Zins und Realeinkommen, in vorhersehbarer Weise reagiert, und daß exogene Einflüsse relativ konstant sind.

<sup>94</sup> Vgl. George (1989), S. 209-211.

Ein zweiter, ausschlaggebender Grund für die Wahl dieses weiten Aggregats lag in seiner Darstellungsform gemäß des counterpart approachs.<sup>95</sup> Sterling M3 konnte einerseits über die Passivseite der konsolidierten Bilanz des Bankensystems als Summe aus Bargeldumlauf sowie Sicht- und Termineinlagen (inklusive CDs) des Publikums bei den Banken definiert werden (siehe Abbildung F.1). Da aber per Definition die Passivseite einer Bilanz der Aktivseite entsprechen muß, konnte sterling M3 auch durch die Summe der Aktiva ausgedrückt werden, die die Gegenposten (counterparts) zu den relevanten Einlagen bei den Banken darstellten. Die Veränderung der Geldmenge sterling M3 ließ sich daher auch in der folgenden Form ermitteln:<sup>96</sup>

$$\begin{aligned} \text{delta sterling M3} = & \text{PSBR}^{97} \\ & - \text{an Private verkaufte Staatsschuldspapiere} \\ & + \text{Sterling-Kreditvergabe der Banken an den britischen, privaten Sektor}^{98} \\ & \quad (\text{inklusive der Handelswechselankäufe der Bank of England}) \\ & + \text{Änderungen der Auslands- und Devisengegenposten} \\ & - \text{Zunahme der Nicht-Einlagen Passiva der Banken}^{99} \end{aligned}$$

Der counterpart approach bot der Regierung dabei den Vorteil, daß sie direkten Einfluß auf zwei Komponenten hatte. Zum einen konnte die Regierung das PSBR, die Neuverschuldung des Staates, steuern. Die Regierung war sich der expansiven Effekte einer zwangsweise von den Diskonthäusern mit Hilfe der Bank of England zu finanzierenden Staatsschuld auf die Geldmenge bewußt. Basierend auf dieser Erkenntnis wurde die Reduzierung des Budgetdefizits als Instrument zur Verringerung des Geldmengenwachstums zum Zwischenziel erkoren (siehe Tabelle F.1).<sup>100</sup> Zusätzlich erhoffte man sich von einer Rückführung der Staatsverschuldung positive Zinseffekte.

Zum zweiten hatte die Regierung über die Bank of England auch direkten Einfluß auf die Höhe der an Private verkauften Staatsschuldspapiere. Diese bezahlten den Ankauf der Staatsanleihen mit ihren Bankeinlagen. Die Kreditinstitute mußten auf diesen Rückgang ihrer Liquidität mit einer Einschränkung der Kreditvergabe reagieren, die Geldmenge wuchs langsamer. Diesen Effekt nutzte die Bank of England in ihrer Strategie des overfunding (siehe unten). Insofern war mit sterling M3 in der counterpart Darstellung ein Aggregat gefunden, das ein hohes Maß an Steuerbarkeit aufzuweisen schien, so daß die erforderliche exogene Kontrolle der Geldmenge ermöglicht würde.

<sup>95</sup> Vgl. Goodhart (1989), S. 302.

<sup>96</sup> Vgl. BEQB (December 1984b), S. 487-489.

<sup>97</sup> Das public sector borrowing requirement, also der Überschuß der Staatsausgaben über die Staatseinnahmen, erhöht das Geldmengenwachstum, wenn der Staat hierfür Kredite bei Banken aufnimmt (die Aktiva der Banken steigen), die bei ihrer Verausgabung zu Einlagen werden (die Passiva der Banken steigen).

<sup>98</sup> Auch private Kredite führen bei ihrer Verausgabung zu Einlagen, so daß insgesamt die Geldmenge wächst.

<sup>99</sup> Dieser Punkt stellt Erhöhungen des Eigenkapitals der Banken, etwa aus Gewinnen oder Aktienemissionen, dar, die grundsätzlich Einlagenverbindlichkeiten der Banken ersetzen können.

<sup>100</sup> Vgl. UK Treasury (1980), S. 3, 16 und 19.

Tabelle F.2: Geldmengenziele und ihre Realisierung in Großbritannien  
(jeweils Jahresraten in Prozent)

Zielperiode	Zielaggregat							
	sterling M3		M1		PSL2		M0	
Monat/Jahr – Monat/Jahr	Plan	Erreicht	Plan	Erreicht	Plan	Erreicht	Plan	Erreicht
04/76 – 04/77 <sup>101</sup>	9-13	8,0						
04/77 – 04/78	9-13	15,1						
04/78 – 04/79	8-12	11,4						
10/78 – 10/79	8-12	13,7						
06/79 – 10/80 <sup>102</sup>	7-11	17,2						
02/80 – 04/81	7-11	19,4						
02/81 – 04/82	6-10	12,8						
02/82 – 04/83 <sup>103</sup>	8-12	11,2	8-12	12,4	8-12	11,6		
02/83 – 04/84 <sup>104</sup>	7-11	9,5	7-11	14,0	7-11	12,6		
02/84 – 04/85	6-10	11,9					4-8	5,4
03/85 – 03/86 <sup>105</sup>	5-9	16,7					3-7	3,4
03/86 – 03/87 <sup>106</sup>	11-15	19,0					2-6	4,4
03/87 – 03/88							2-6	5,6
03/88 – 03/89							1-5	6,1
03/89 – 03/90							1-5	6,3

Quelle: Bernanke/Mishkin (1992), Tabelle 2.

Um ihren Verzicht auf kurzfristige, positive Effekte einer expansiven Geld- und Finanzpolitik sowie die Konsistenz und Entschlossenheit ihrer Politik der Öffentlichkeit zu beweisen,<sup>107</sup> wurden die Zielvorgaben des PSBR und die Korridor-Zielvorgaben für das Geldmengenwachstum (siehe Tabellen F.1 und F.2) veröffentlicht.<sup>108</sup> Dies geschah für einen Zeitraum von fünf Jahren in der Mittelfristigen Finanzstrategie (medium term financial strategy, MTFS).<sup>109</sup> Dieser Schritt konnte als Einführung einer einfachen Regelbindung der Regierung zur Erzielung von Glaubwürdigkeitseffekten

<sup>101</sup> Ursprüngliches Ziel 12%, im Dezember 1976 auf 9-13% geändert.

<sup>102</sup> Ursprüngliche Zielperiode bis April 1980, im Oktober 1979 auf Oktober 1980 ausgedehnt, dann neues Ziel seit Februar 1980 festgelegt (siehe nächste Zeile).

<sup>103</sup> Ursprüngliches Ziel der MTFS für sterling M3 von 1980: 5%-9%.

<sup>104</sup> Ursprüngliches Ziel der MTFS für sterling M3 von 1980: 4%-8%.

<sup>105</sup> Sterling M3-Ziel im Oktober 1985 ausgesetzt.

<sup>106</sup> Ursprüngliches Ziel der MTFS für sterling M3 von 1984: 4%-8%. Sterling M3-Ziel im Oktober 1986 ausgesetzt.

<sup>107</sup> Vgl. BEQB (Dezember 1984a), S. 475.

<sup>108</sup> Allerdings erfolgte keine ökonomisch begründete Berechnung der Geldmengenwachstumsrate (etwa vergleichbar der potentialorientierten Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank), sondern es handelte sich um eine rein politische Zielfestlegung.

<sup>109</sup> Vgl. UK Treasury (1980). Zur Entstehungsgeschichte und den Zielen der MTFS vergleiche auch die Darstellung des damals verantwortlichen Staatssekretärs Lawson (1992), S. 66-73.

angesehen werden.<sup>110</sup> In Anlehnung an die Theorie rationaler Erwartungen hoffte die Regierung durch die explizite Ankündigung ihrer mittelfristigen Strategie die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte nachhaltig ändern zu können. Die Veröffentlichung von mehrjährigen, abnehmenden Geldmengen- und Verschuldungszielen sollte die Entschlossenheit der Regierung bei der Inflationsbekämpfung aufzeigen und den Wirtschaftsakteuren als Anhaltspunkt für die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik dienen.<sup>111</sup> Über die erhoffte, positive Beeinflussung der Inflationserwartungen und der Lohnforderungen wurde eine Verringerung der realwirtschaftlichen Kosten der restriktiven Antiinflationpolitik angestrebt.<sup>112</sup> Auf diese Weise sollte eine Disinflationierung der britischen Volkswirtschaft ohne einen starken Rückgang des Wachstums und der Beschäftigung erreicht werden können.<sup>113</sup>

Zusammenfassend kann die gewählte instrumentelle Ausgestaltung der Geldpolitik als ein Kompromiß aus mengen- und preisorientierter Offenmarktpolitik beschrieben werden.<sup>114</sup> Die Reformmaßnahmen von 1981 sollten eine Annäherung an die zur Kontrolle der Geldbasis notwendigen Voraussetzungen erbringen. Jedoch blieb die Geldpolitik der Bank of England in der Realität weitgehend zins- statt mengenorientiert.<sup>115</sup> Sie kann daher als eine streng auf Geldmengenziele ausgerichtete Zinspolitik mit monetaristischem Hintergrund gedeutet werden, der sich die sonstigen politischen Instrumente, insbesondere die Finanzpolitik, unterordnen mußten.

Deutlich wurde dies auch bei der von der Bank of England gewählten Strategie des *overfunding*, mit der sie ein Überschießen des Geldmengenwachstums über die Zielvorgabe der MTFS zu verhindern versuchte.<sup>116</sup> Dabei verkaufte sie mehr Staatspapiere als zur Finanzierung der Staatsverschuldung eigentlich nötig gewesen wäre. Wurden die Staatspapiere vom Nichtbankensektor gekauft, zahlte dieser mit seinen Bankeinlagen. Da der Staat dieses Geld aber nicht wieder verausgabte, entstanden keine neuen Bankeinlagen. Die Geldmenge sterling M3 sank um den Betrag des *overfunding*, so daß diese Strategie als eine mengenorientierte Geldpolitik anzusehen war.

<sup>110</sup> Lane, T. (1985), S. 200 weist jedoch darauf hin, daß die britische Exekutive sich nicht durch die vorgegebenen Geldmengenziele gebunden sah: „...[They did not] consider themselves bound to a course of action which they would not otherwise choose to follow...“

<sup>111</sup> Vgl. Cobham (1989), S. 38-55. Um ihre Entschlossenheit zusätzlich unter Beweis zu stellen, erhöhte die Regierung außerdem zur Erreichung ihrer finanzpolitischen Ziele 1981 trotz einer schweren Rezession die Steuern deutlich. Auf eine antizyklische Finanzpolitik keynesianischer Prägung wurde bewußt zugunsten einer Beeinflussung der langfristigen Erwartungen verzichtet. Vgl. Matthews/Minford (1987), S. 62-65.

<sup>112</sup> Vgl. Cobham (1997a), S. 1129 und Woodward (1991), S. 206f. Im Zeitinkonsistenzmodell des Kapitels B.I. sollte dadurch eine Linksverschiebung der kurzfristigen Phillipskurve erreicht werden. Zweifel an einer tatsächlichen Beeinflußbarkeit der Inflationserwartungen durch mehrjährige Geldmengenziele äußerte z.B. *The Economist* vom 03.11.1979, S. 58.

<sup>113</sup> Vgl. Brown (1990), S. 104 und George (1989), S. 216.

<sup>114</sup> Vgl. Buiter/Miller (1981), S. 333f. Diese Mischlösung wurde von Monetaristen scharf kritisiert, vergleiche Parkin (1982), S. 70-72 und Healey (1987), S. 477-481.

<sup>115</sup> Vgl. Smith (1987), S. 95f.

<sup>116</sup> Vgl. Roth (1989), S. 194-196.

Probleme entstanden durch den Liquiditätsverlust der Banken, da diese per Saldo Einlagen verloren.<sup>117</sup> Sie mußten vermehrt Wechsel an die Bank of England zur Refinanzierung verkaufen. Da diese Wechsel im Durchschnitt alle vier Wochen fällig waren, entstand der Liquiditätsengpaß ständig neu. Die Bank of England mußte daher regelmäßig als lender of last resort tätig werden und bestimmte mit ihren Ankaufssätzen de facto weiterhin das Zinsniveau auf dem Geldmarkt.<sup>118</sup> Durch die Strategie des overfunding wurde deshalb die Vorstellung marktbestimmter Zinsen untergraben, und da die Ankaufssätze der Bank of England am Ende jedes Tages veröffentlicht wurden, bildeten sie anstelle der MLR die Referenzzinssätze. Das Konzept des unveröffentlichten Zinsbandes konnte somit nie in die Praxis umgesetzt werden.

Zusätzlich nahm der Bestand an Wechseln in der Notenbankbilanz ständig zu, es entwickelte sich der Begriff des Wechselberges (bill mountain). Ordnungspolitisch bedeutete die Akkumulierung von Handelswechseln bei der Bank of England eine Verdrängung der privaten Kreditvergabe des Bankensystems durch die Kreditgewährung einer staatlichen Institution.<sup>119</sup>

Auch kam es zu Verzerrungen der Zinsstruktur. Aufgrund der hohen Nachfrage nach Wechseln sanken die kurzfristigen Zinsen, wohingegen die Zinsen für langfristige Staatspapiere wegen des erhöhten Angebots stiegen, so daß die Zinsstrukturkurve steiler verlief.<sup>120</sup>

Als prinzipielle Kritik der Strategie des overfunding kann genannt werden, daß sie nicht die Ursachen des zu hohen Geldmengenwachstums bekämpfte, sondern nur eine noch größere Zielverfehlung beschönigte. Aufgrund der genannten Nachteile wurde das an sich sehr wirkungsvolle Instrument des overfunding 1985 eingestellt. Diese Entscheidung kann kritisiert werden, denn damit verlor die Bank of England ihr wirkungsvollstes Instrument zur Kontrolle des Geldmengenwachstums. Einzig verbleibendes Instrument war die Zinspolitik. Aufgrund der Zinsinelastizität der Kreditnachfrage hätte eine wirksame Kontrolle des Geldmengenwachstums aber eine Zinshöhe erfordert, zu der man politisch nicht bereit war. Deshalb verblieb Mitte der achtziger Jahre nur die Suspendierung des sterling M3-Zieles als Ausweg, wodurch sich die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik weiter verringerte.<sup>121</sup>

Es bleibt festzuhalten, daß die Bank of England das Geldmengenwachstum überwiegend über Zinsvariationen und damit über die Kreditnachfrage steuern wollte und nicht, wie es die Theorie vorschlug, über eine Kontrolle der Geldbasis. Die Wahl eines anderen Transmissionsmechanismus beruhte auf der Erkenntnis, daß in Großbritannien aufgrund der institutionellen Gegebenheiten keine effektive Kontrolle der Geldbasis möglich war. Da dem Bankensystem eine Vielzahl von Finanzinstrumenten zur Verfügung stand, die so liquide wie Zentralbankgeld waren, war die Geldbasis in Großbri-

<sup>117</sup>Vgl. Dimsdale (1991), S. 135 und George (1989), S. 216.

<sup>118</sup>Vgl. Kneeshaw/Van den Bergh (1989), S. 55.

<sup>119</sup>Vgl. Smith (1987), S. 124f.

<sup>120</sup>Vgl. Lawson (1992), S. 458f.

<sup>121</sup>Vgl. Buiters/Miller (1981), S. 336f.

tannien nicht als exogen zu bezeichnen. Insgesamt gesehen stellten die Reformen daher eher eine Umgestaltung des alten Systems zur Sicherstellung seiner Funktionsfähigkeit als eine konzeptionelle Umgestaltung unter monetaristischem Einfluß dar.

Trotzdem schien die monetaristisch geprägte Geldpolitik auf den ersten Blick erfolgreich gewesen zu sein. So sank die Inflationsrate von 13,4% bei Amtsantritt Thatchers bis 1984 auf 4,6%. Dieser Erfolg kann jedoch nicht der Geldmengensteuerung, sondern muß der restriktiven Finanzpolitik im Zuge des PSBR-Ziels, den starken Zinserhöhungen und der Aufwertung des Pfundes zugeschrieben werden. Diese politisch erzeugte Rezession ließ die Inflation sinken. Ausschlaggebend für den Glaubwürdigkeitsgewinn der Disinflationspolitik der Thatcher Administration dürften daher weniger die häufig verfehlten und kurzfristig erhöhten Geldmengen- und PSBR-Ziele gewesen sein als vielmehr die 1980/81 demonstrierte Bereitschaft der Regierung, für das Erreichen einer niedrigeren Inflationsrate spürbare Wachstums- und Beschäftigungsverluste in Kauf zu nehmen.<sup>122</sup>

Die Politik der Geldmengensteuerung mußte dagegen Mitte der achtziger Jahre aus mehreren Gründen als gescheitert angesehen werden. War die Geldnachfragefunktion des Aggregats sterling M3 bis zu seiner Wahl als Zwischenziel der Geldpolitik stabil gewesen, so brach diese stabile Beziehung, Goodhart's Law<sup>123</sup> folgend, zusammen, als sterling M3 geldpolitisch kontrolliert wurde. Der Finanzsektor entwickelte zur Umgehung der Kontrolle Finanzinnovationen.<sup>124</sup> Insbesondere die im Zuge des gestiegenen Wettbewerbs im Finanzsektor aufgekommene Verzinsung von Sichteinlagen bei den Banken und die Strategie des liability managements der Finanzinstitute erschwerten die beabsichtigte Steuerung der Geldmengenentwicklung über Zinsänderungen der Bank of England.<sup>125</sup> So führte eine Erhöhung des Zinsniveaus nicht mehr zu einem Rückgang der in sterling M3 erfaßten Bankeinlagen zugunsten einer erhöhten Nachfrage nach langfristigen Wertpapieren, sondern die rasche Zinsanpassung bei den Sichteinlagen erhöhte deren Attraktivität sogar. Das Entstehen neuer Finanzprodukte und der Wandel der building societies erforderten zudem mehrfach Neudefinitionen der Geldmengenaggregate.<sup>126</sup> Zusätzlich störten die strukturellen Änderungen im Finanzsektor im Zuge der Deregulierungsmaßnahmen, die Globalisierung der Kapitalmärkte in Verbindung mit der Abschaffung der Devisenkontrollen und hohe Kapitalimporte im Zuge hoher britischer Zinsen die Beziehung des monetären Aggregats sterling M3 und des Nominaleinkommens. Dadurch ging der für eine geldmengenori-

<sup>122</sup>Vgl. Johnson (1991), S. 33-49. Diese Bereitschaft endete jedoch 1982 mit der anstehenden Wahl, so daß die Inflationsrate nach dem üblichen Time-lag 1985 bereits wieder anstieg.

<sup>123</sup>Diese nach C.A.E. Goodhart benannte Gesetzmäßigkeit besagt, daß ein als Zielgröße für die Geldpolitik ausgewähltes Aggregat instabil wird, sobald das geldpolitische Instrumentarium zu seiner Beeinflussung eingesetzt wird. Vgl. Goodhart (1984), S. 96.

<sup>124</sup>Der Begriff der Finanzinnovationen umfaßt dabei die Entwicklung neuer Finanzmärkte, ein verändertes Verhalten der Finanzdienstleister und die Entwicklung neuer Finanzinstrumente (siehe Kapitel D.II.4.).

<sup>125</sup>Vgl. Goodhart (1989), S. 322 und Biefang-Frisancho Mariscal et al. (1995), S. 320f.

<sup>126</sup>Vgl. Pawley (1993), S. 86-94.



enterte Politik notwendige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation verloren.<sup>127</sup>

Es kam zu Zielverfehlungen, so überstieg das Geldmengenwachstum 1980 mit 20% seinen Zielkorridor von 7%-11% deutlich (siehe Tabelle F.2). Die Regierung begründete dies mit Sonderfaktoren, insbesondere der Aufhebung der Devisenkontrollen und der Abschaffung des SSDS (corset). Zudem mußten die Unternehmen im Zuge der Rezession verstärkt Kredite aufnehmen, um ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können (distress borrowing). Auch die PSBR-Ziele wurden rezessionsbedingt verfehlt und trugen zum erhöhten Geldmengenwachstum bei. Der Versuch, über höhere Zinsen zurück in den Zielkorridor zu gelangen, war kontraproduktiv, da die Geldmenge aufgrund erhöhter Kapitalimporte und Portfolioumschichtungen in attraktive Bankeinlagen noch schneller wuchs.

Die Inflationsrate stieg 1980 nach Einführung der neuen geldpolitischen Konzeption kurzfristig sogar auf über 20%. Hierzu trugen Sonderfaktoren wie eine Erhöhung der Mehrwertsteuer von 8% auf 15%, höhere Gebühren für öffentliche Dienstleistungen, eine starke Erhöhung der Löhne im öffentlichen Dienst und hohe Lohnzuwächse in der privaten Wirtschaft nach Beendigung einer dreijährigen Einkommenspolitik bei. Andere geldpolitische Indikatoren, wie Hauspreise oder der Pfundwechsellkurs, deuteten jedoch im Gegensatz zur Entwicklung von sterling M3 nicht darauf hin, daß die Geldpolitik entgegen den Ankündigungen der Regierung zu expansiv gewesen wäre. Vielmehr scheint der Mangel darin bestanden zu haben, daß im Widerspruch zur Theorie der rationalen Erwartungen die Ankündigung von Geldmengenzielen nicht ausgereicht hatte, die Erwartungen positiv zu beeinflussen und ein rasches Absinken der Preissteigerungsraten zu erreichen. Zudem stellte bereits diese Entwicklung die Eignung des Geldmengenaggregats sterling M3 als geldpolitischen Indikator in Frage.<sup>128</sup>

So war die Regierung 1982 zu einer Revision der MTFs gezwungen. Die Zielwerte für das Budgetdefizit und für das Geldmengenwachstum wurden erhöht. Da sich die Behörden nicht mehr in der Lage sahen, sterling M3 zu kontrollieren, erweiterte man zudem die Anzahl der beobachteten Geldmengenaggregate (siehe Tabelle F.2).<sup>129</sup> Für 1982 und 1983 wurden gleichlautende Zielvorgaben für das engere Geldmengenag-

<sup>127</sup>Vgl. Filosa (1995), S. 3-6 und Bernanke/Mishkin (1992), S. 18f. Quantitätstheoretisch bedeutete dies, daß die Umlaufgeschwindigkeit nicht mehr konstant war. Insbesondere die Verzinsung der Sichteinlagen (die die Zinselastizität der Geldnachfrage verringerte, so daß eine Geldmengensteuerung über den Zins erschwert wurde) und der Einstieg der Banken in den Markt für Immobilienkredite können als Ursache genannt werden, vgl. Pawley (1993), S. 107-112 und Dimsdale (1991), S. 138f. Zudem blieb das Realeinkommen entgegen der monetaristischen Theorie nicht konstant auf seinem natürlichen Niveau, sondern sank. Diese beiden Faktoren ließen den quantitätstheoretischen Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung aufbrechen. Zugleich bedeutete dies, daß die Friedmansche Annahme, daß Veränderungen der Geldmenge im wesentlichen durch Geldbasisvariationen der Zentralbank herbeigeführt werden, nicht zutraf. Während die Bank of England die Strategie des overfunding anwendete, war ihr Beitrag zum Geldmengenwachstum sogar negativ. Vielmehr spielte die Geldschöpfung der Banken und der building societies (also der Geldschöpfungsmultiplikator  $m$ ) eine entscheidende Rolle. Vgl. Allsopp (1993), S. 18.

<sup>128</sup>Vgl. Minford (1993), S. 409-411 und Brown (1990), S. 106f.

<sup>129</sup>Vgl. BEQB (March 1982c), S. 102.

gregat M1 und das umfassendere Geldmengenaggregat PSL2<sup>130</sup> veröffentlicht. Gleichzeitig wurde der Wechselkurs wieder als Indikator eingeführt, da man erkannt hatte, daß starke Wechselkursfluktuationen über die resultierenden internationalen Kapitalbewegungen und Devisenmarktinterventionen sowie Terms-of-trade-Änderungen den Zusammenhang von Geldmengen- und Preisentwicklung beeinträchtigten. Dies machte auch deutlich, daß entgegen der monetaristischen Theorie die Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen nicht völlig autonom ist. 1984 wurden M1 und PSL2 durch das enge Aggregat M0 abgelöst.<sup>131</sup> M0 wurde aber nicht mehr als direktes Maß der zukünftigen Inflation betrachtet, sondern als Größe zur Abschätzung der Situation am Geldmarkt und damit als Indikator für die Steuerung des kurzfristigen Zinsniveaus.<sup>132</sup> Dies bedeutete, daß bereits seit 1984 die monetaristische Geldmengenpolitik weitestgehend durch eine Zinspolitik ersetzt worden war. Sterling M3 wurde 1987 endgültig als Zwischenziel aufgegeben. Aufgrund des Scheiterns der Geldmengensteuerung wuchs seit 1985 anstelle von Geldmengenaggregaten die Bedeutung des Wechselkurses als zentrale geldpolitische Orientierungsgröße.<sup>133</sup>

Aus dem Verhalten der Regierung und der Bank of England seit 1983 schlossen die Finanzmärkte zudem auf einen allmählichen Zielwandel der Regierung. Das ursprüngliche Ziel einer hohen Preisstabilität wich angesichts der Wachstums- und Beschäftigungsverluste, die für die an das neoklassisch-monetaristische Postulat der inhärenten Stabilität der Märkte glaubende Regierung unerwartet hoch waren, in steigendem Maße einem Wachstumsziel. So ließen die Zinsschritte der Notenbank vermuten, daß die Regierung seit 1983 primär Beschäftigungs- und Wachstumsziele verfolgte, unter der Restriktion, daß die Inflationsrate nicht die 5%-Marke übersteigen durfte. Wurde dieses Inflationsziel verfehlt, reagierte die Bank of England mit deutlichen Zinserhöhungen.<sup>134</sup>

Zusammenfassend muß das „Thatcher-Experiment“ als Mißerfolg beurteilt werden. Eine exogene Steuerung der Geldmenge durch die Bank of England erwies sich als unmöglich, da die institutionellen Besonderheiten und die strukturellen Veränderungen im Finanzsektor<sup>135</sup> eine Kontrolle der Geldbasis und eine Stabilisierung des Geld-

<sup>130</sup>private sector liquidity (PSL). Es enthielt zusätzlich zu sterling M3 noch private Einlagen bei building societies (siehe Abbildung F.1). Ein Indiz für die institutionelle Angleichung von Banken und building societies und zudem Beweis dafür, daß bei der Auswahl eines Geldmengenaggregats die institutionellen Gegebenheiten eines Landes, in Großbritannien vor allem das Trennbankensystem und die finanzielle Abhängigkeit der Zentralbank von der Regierung, beachtet werden müssen.

<sup>131</sup>Der Übergang auf das enge Aggregat M0 konnte mit den institutionellen Veränderungen des britischen Finanzwesens und den resultierenden Finanzinnovationen begründet werden. Der aufgrund von Deregulierungen verschärfte Wettbewerb zwischen Banken und building societies führte zur Einführung verzinsster Sichteinlagen. Dadurch wurde deren Wertaufbewahrungsfunktion gegenüber der Zahlungsmittelfunktion betont, und sie mußten als Element einer auf das Inflationsziel gerichteten Geldmengendefinition herausgenommen werden, vgl. Minford (1990), S. 74.

<sup>132</sup>Vgl. Minford (1993), S. 413.

<sup>133</sup>Vgl. Goodhart (1992), S. 142f.

<sup>134</sup>Vgl. Sherman (1990), S. 152f. und Brown (1990), S. 107f.

<sup>135</sup>Hervorgehoben seien noch einmal die Rolle der Diskonthäuser (die besonders von Monetaristen kritisiert wurde), die Verknüpfung der Geld- und der Fiskalpolitik aufgrund der fehlenden finan-

schöpfungsmultiplikators verhinderten. Insbesondere die Finanzinnovationen führten zu einer hohen Volatilität der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, zu einer Entstetigung der Geldnachfrage und damit zu einer Destabilisierung des Geldmengen-Preis-Zusammenhangs.<sup>136</sup> Nicht Variationen der Geldbasis durch die Bank of England determinierten die Geldmengenentwicklung, sondern die Geldschöpfung der Banken und building societies. Die Entwicklung der Geldmenge war marktendogen und nicht wie erforderlich exogen.<sup>137</sup>

Durch Zielverfehlungen, bewußte Verstöße gegen die eigene geldpolitische Strategie,<sup>138</sup> die fehlende ökonomische Basis der Zielfestsetzungen, eine Revision der MTFs, Umdefinitionen der Geldmengenaggregate und das Wechseln der geldpolitischen Zwischen- und Endziele verlor die Geldpolitik zunehmend an Glaubwürdigkeit und damit an Einfluß auf die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte, insbesondere der Tarifpartner. Die ursprünglich als regelgebundene, mittelfristig orientierte Geldpolitik der Geldmengensteuerung konzipierte Strategie hatte sich zur diskretionären, kurzfristigen Zinspolitik gewandelt, bei der der Wechselkurs anstelle von Geldmengenaggregaten als Zwischenziel diente.<sup>139</sup> Das Scheitern der monetaristisch geprägten Geldpolitik läßt sich demnach mit der institutionellen Unmöglichkeit einer direkten Geldmengensteuerung in Großbritannien und mit einer erneut inkonsequenten Geldpolitik erklären.<sup>140</sup>

#### **4. Darstellung der Geld- und Währungspolitik von 1986 bis 1992: Der Wechselkurs als Zwischenzielgröße**

Nach dem Scheitern einer auf Geldmengenzielen aufbauenden Geldpolitik wurde 1986 der Wechselkurs als Zwischenziel ausgewählt.<sup>141</sup> Inoffiziell ließ man verlauten, daß man versuche, einen Wechselkurs von 3 DM innerhalb des EWS-Bandes von  $\pm 2,25\%$  zu halten („shadowing the Deutschmark“). Die britische Geldpolitik dieser Zeit kann

---

ziellen Unabhängigkeit der Bank of England, das Ende der Devisenkontrollen, die Breite der Paralelmärkte und der verstärkte Wettbewerb im Finanzsektor.

<sup>136</sup>Die beobachteten Geldmengenaggregate reagierten zunehmend unkontrollierbarer auf Zinsänderungen. Dadurch wurden die geldpolitischen Transmissionswege beeinflusst und der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Nominaleinkommen aufgeweicht, vgl. Issing (1992), S. 545, King (1993), S. 271f. und Goodhart (1986), S. 98-101.

<sup>137</sup>Vgl. Healey (1987), S. 483-485. Dies bestätigte die entsprechende Annahme der (post-)keynesianischen Theorie, die davon ausgeht, daß der Finanzsektor über eine Anpassung des Geldschöpfungsmultiplikators immer eine zur Deckung der Kreditnachfrage ausreichende Geldmengenausdehnung erzeugt. Vgl. Moore, B. (1988), S. 135 und Kaldor (1980), S. 293f.

<sup>138</sup>So wurde z.B. 1980 und 1981 die minimum lending rate gesenkt, obwohl es offensichtlich war, daß die sterling M3-Ziele deutlich überschritten werden würden. Hintergrund war zum einen der drastische Einbruch der Industrieproduktion und die stark gestiegene Arbeitslosigkeit, die eine weitere Verschärfung der Geldpolitik als nicht opportun erschienen ließen. Zum anderen wollte man – entgegen der ursprünglichen Aussage einer Nichtbeachtung der Wechselkursentwicklung – mit Hilfe der Leitzinssenkung eine weitere Aufwertung des Pfundes verhindern. Vgl. Buiter/Miller (1983), S. 315 und 321 sowie Crawford (1996), S. 107 und Fußnote 4 auf Seite 120.

<sup>139</sup>Vgl. Smith (1987), S. 106-109.

<sup>140</sup>Vgl. Mishkin (1999), S. 14.

<sup>141</sup>Vgl. Kuntze (1986), S. 32-34.

als eine Mischung aus unangekündigtem Wechselkursziel, provisorischen Geldmengenzielen<sup>142</sup> und strenger Zinskontrolle beschrieben werden.<sup>143</sup>

Die Politik eines inoffiziellen, festen Wechselkurses zur DM wurde vom Schatzkanzler als eine Vorbereitungsphase für einen eventuellen späteren Beitritt Großbritanniens zum Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems angesehen. In Großbritannien mehrten sich die Befürworter eines solchen Schrittes, da man in der Bindung an die D-Mark ein neues Instrument zur Erreichung einer niedrigen Inflationsrate nach dem Scheitern der Geldmengensteuerung sah. Man versprach sich von einer festen Einbindung des Pfundes im EWS eine höhere Glaubwürdigkeit sowohl für das Wechselkursziel als auch für die dadurch an die deutsche Geldpolitik gebundene britische Geldpolitik.<sup>144</sup> Dieser Glaubwürdigkeitsgewinn würde nach Meinung der Befürworter den Verlust an nationaler Souveränität überkompensieren.<sup>145</sup>

Vor einer offiziellen Ankündigung eines Wechselkursziels schreckte man jedoch aus mehreren Gründen zurück. Zum einen wollte die Regierung keine internationale Kapitalspekulationen erzeugen. Außerdem glaubte man, daß der weltweit hohe Pfundumlauf den Ausgleich von spekulativen Wechselkursbewegungen durch Interventionen unmöglich machen würde.<sup>146</sup> Zudem war man sich bewußt, daß sich das Pfund als Petrowährung bei Ölpreisschwankungen anders verhalten würde als die übrigen EWS-Währungen, so daß es zu Spannungen kommen könnte. Des weiteren bestanden Befürchtungen, daß der Wechselkursmechanismus ähnlich rigide gehandhabt würde wie das System von Bretton Woods, so daß es aufgrund der relativ hohen britischen Inflationsrate und fehlenden Realignments zu einer realen Aufwertung des Pfundes und damit zu einem internationalen Wettbewerbsverlust Großbritanniens kommen könnte. Zudem befürchtete die Regierung einen politischen Image- und Glaubwürdigkeitsverlust bei Verfehlung des Wechselkursziels.<sup>147</sup> Schließlich vertrat Premierministerin Thatcher die Meinung, daß der Souveränitätsverlust der britischen Geldpolitik durch eine offizielle Einbindung des Pfundes in den Wechselkursmechanismus nicht durch einen möglichen Glaubwürdigkeitsgewinn zu rechtfertigen sei.<sup>148</sup>

Die Befürworter einer Bindung des Pfundes führten gegen diese Argumente an, daß die erste Hälfte der achtziger Jahre gezeigt hätte, daß es im Wechselkursmechanismus des EWS relativ häufig Realignments gegeben hätte, und daß den teilnehmenden Län-

<sup>142</sup>Sie sind als provisorisch zu bezeichnen, da das Wechselkursziel Vorrang hatte. Waren zu dessen Verteidigung sterilisierte Devisenmarktinterventionen nicht mehr ausreichend, wurden unsterilisierte Interventionen vorgenommen, die z.B. 1987, als das Pfund unter Aufwertungsdruck kam, zu einem Übersteigen der Geldmengenziele führten. Ähnliche Erfahrungen mußte die Deutsche Bundesbank 1992/93 während den EWS-Krisen machen.

<sup>143</sup>Vgl. Johnson (1994), S. 86-88.

<sup>144</sup>Vgl. Temperton (1991), S. 129f.

<sup>145</sup>Zudem hatte sich 1980/81 gezeigt, daß Geldmengenziele auch ohne die Verkündung von offiziellen Wechselkurszielen zum Teil massiven außenwirtschaftlichen Restriktionen unterliegen, die die nationale Autonomie der Geldpolitik einschränken.

<sup>146</sup>Der hohe Pfundumlauf beruhte auf der damals noch ausgeprägteren Eigenschaft des Pfundes als internationale Reservewährung, vgl. Reszat (1990), S. 582.

<sup>147</sup>Vgl. Artis (1989), S. 88-91.

<sup>148</sup>Vgl. Thatcher (1993), S. 696f.

dem eine Verringerung ihrer Inflationsrate gelungen wäre. Demgegenüber hätte das britische Pfund in der gleichen Zeit aufgrund der nominellen Kursentwicklung real stark aufgewertet und die britische Wettbewerbsfähigkeit wäre stark gesunken. Aufgrund dieser Ergebnisse betrachteten viele Briten 1987 bei wieder aufkommender Inflation einen Beitritt zum Wechselkursmechanismus des EWS als attraktive Möglichkeit.<sup>149</sup>

Der von Thatcher durchgesetzte Verzicht auf eine Pfundanbindung machte deutlich, daß die Bereitschaft zum Verzicht auf eine diskretionäre Geldpolitik innerhalb der britischen Exekutive unzureichend war. Nachdem bereits die Regelbindung über Geldmengenziele in der MTFs nicht eingehalten wurde, war man offensichtlich auch nicht zur alternativen, exogenen Bindung in einem Wechselkurssystem bereit. Der Verzicht auf eine offizielle Pfundbindung war daher gleichbedeutend mit dem Verzicht auf die Gewinnung geldpolitischer Glaubwürdigkeit.<sup>150</sup>

Im März 1988 mußte die Politik der Verfolgung eines Wechselkursziels wieder aufgegeben werden, da das Pfund trotz massiver Interventionen gegenüber der D-Mark aufwertete und seinen Zielkorridor verließ. Hauptgrund für die erneute Aufwertung des Pfundes waren steigende britische Zinsen im Zuge einer aufgrund von Inflationsbefürchtungen<sup>151</sup> restriktiven Geldpolitik.<sup>152</sup> Die Politik des „shadowing the Deutschmark“ hätte zu diesem Zeitpunkt tendenziell Zinssenkungen erfordert, um eine Aufwertung des Pfundes über den Zielkorridor hinaus zu vermeiden. Erneut erforderten Wechselkursziel und Inflationsziel unterschiedliche geldpolitische Strategien – ein Zielkonflikt, der vom wirtschaftspolitischen Berater Thatchers, Professor Walters, vorhergesagt worden war.

Das Scheitern der geldpolitischen Strategie des „shadowing the Deutschmark“ 1987/88 kann demzufolge mit folgendem Modell erklärt werden (siehe Abbildung F.2). Die  $p=0$ -Kurve stellt das Geldwertstabilitätsziel dar. Sie verläuft steigend, da eine Abwertung der Währung steigende Zinsen erfordern würde, um über eine restriktive Geldpolitik das Steigen der Importpreise ausgleichen zu können. Punkte oberhalb der  $p=0$ -Kurve stellen aufgrund eines sehr hohen Zinsniveaus deflationäre Entwicklungen dar, Punkte unterhalb der Kurve sind dagegen mit Inflation verbunden. Die  $FF_0$ -Kurve stellt Devisenmarktgleichgewichte für unterschiedliche Zins-Wechselkurs-Kombinationen dar. Sie verläuft fallend, da eine Zinssenkung tendenziell zu einem Kapitalbilanzdefizit führt. Für die Wiederherstellung des Devisenmarktgleichgewichts wäre dann ein entsprechender Leistungsbilanzüberschuß notwendig, der – bei normaler Reaktion der Leistungsbilanz – eine Abwertung der Währung erfordern würde. Ein exogener Vertrauensverlust der internationalen Kapitalanlage in die Währung würde

<sup>149</sup>Vgl. Lawson (1992), S. 663f.

<sup>150</sup>Für eine sehr interessante Darstellung der seit 1985 andauernden, regierungsinternen Diskussion um einen Pfundbeitritt zum Wechselkursmechanismus des EWS siehe Lawson (1992), S. 483-504.

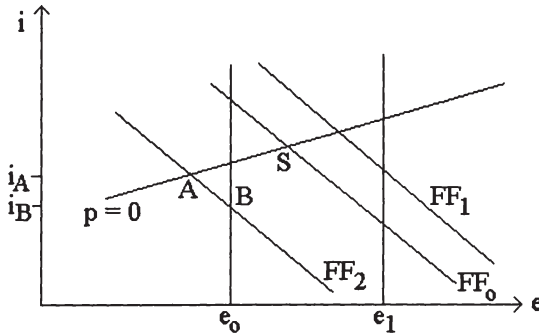
<sup>151</sup>Ursachen der Inflationsbefürchtungen waren eine starke Ausdehnung der Geldmenge im Zuge des Börsencrashes von 1987 und eine expansivere Fiskalpolitik.

<sup>152</sup>An sich hätten die bestehenden Inflationsgefahren für einen ausgleichenden Abwertungsdruck sorgen müssen, jedoch scheinen die Zinsdifferenzen die Abwertungserwartungen überkompensiert zu haben. Zudem hatte das Pfund damals einen großen Ölbonus.



wiederum zur Aufrechterhaltung des Wechselkurses höhere Zinsen erfordern. Dies kann graphisch durch eine Rechtsverschiebung der  $FF_0$ -Kurve zur  $FF_1$ -Kurve dargestellt werden. Die  $e_0$ - und die  $e_1$ -Linie sollen das untere und das obere Limit eines Wechselkurskorridors bezeichnen.

Abbildung F.2: Der Walters-Effekt: das Problem der „excess credibility“<sup>153</sup>



Quelle: Artis (1991), S. 135, Figure 4.

Es kann nun gezeigt werden, daß an den Grenzen des Zielkorridors das Zinsinstrument zur Stabilisierung des Wechselkurses benützt werden muß und dabei gleichzeitig gegen das Geldwertstabilitätsziel verstoßen wird, daß also ein Zielkonflikt zwischen internem und externem Gleichgewicht besteht.

Nehmen wir an, das Vertrauen der Anleger erhöht sich ausgehend von Punkt S (etwa da die Antiinflationpolitik aufgrund des Ersetzens der Geldmengenaggregate durch den Wechselkurs als Zwischenziel an Glaubwürdigkeit gewinnt), dargestellt durch eine Linksverschiebung der  $FF_0$ -Kurve zu  $FF_2$ . Dies führt dazu, daß die  $FF_2$ -Kurve die  $p=0$ -Kurve im Punkt A schneidet, der außerhalb des Wechselkurskorridors liegt. Will oder muß die Regierung den Wechselkurskorridor einhalten, ist sie gezwungen, die Zinsen zu senken und Punkt B auf der  $FF_2$ -Kurve zu erreichen. In Punkt B verstößt sie aber aufgrund der zu niedrigen Zinsen gegen ihr Inflationsziel, da Punkt B nicht mehr auf der  $p=0$ -Kurve liegt. In dieser Situation erfordert das binnenwirtschaftliche Preisstabilitätsziel ein höheres Zinsniveau als das außenwirtschaftliche Wechselkursziel, der Zielkonflikt wird deutlich. Dieser Effekt, daß ein übermäßiger Vertrauensanstieg in eine Währung über notwendige Zinssenkungen zur Aufrechterhaltung des Wechselkursziels zu hoher Inflation führt, wird als Walters-Effekt nach dem wirtschaftspolitischen Berater der Thatcher-Regierung, Sir Alan Walters, genannt. Die Premierministerin entschied sich 1988 für Punkt A und die Einhaltung des Inflationsziels, so

<sup>153</sup>Vgl. Walters (1988b), Minford (1993), S. 425, Artis (1991), S. 134f. und Allsopp/Jenkinson/Morris (1991), S. 76.



daß die Politik des „shadowing the Deutschmark“ des Schatzkanzlers aufgrund der Pfundaufwertung aufgegeben werden mußte.<sup>154</sup>

Diese Kritik war eines der wichtigsten Argumente Thatchers gegen ein Beitritt Großbritanniens zum Wechselkursmechanismus des EWS. Würde ein Land wie Großbritannien mit einer höheren Inflationsrate und daher auch höheren Nominalzinsen als im Kernland seine Währung in einem Wechselkurssystem binden, so käme es, solange die Parität glaubwürdig sei, aufgrund von Zinsarbitragegeschäften zu einem hohen Anstieg der Kapitalimporte. Um die eigene Währung trotz des resultierenden Aufwertungsdrucks im Wechselkursband zu halten, müßte das Land entgegen der binnenwirtschaftlichen Erfordernisse letztlich die Zinsen senken. Durch das sinkende Realzinsniveau würde der Inflationsdruck weiter verstärkt. Die Währung würde real aufwerten, die Volkswirtschaft verlöre an Wettbewerbsfähigkeit, die Leistungsbilanz würde zunehmend defizitär. Diese Verschlechterung der Fundamentalfaktoren würde die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung verringern, so daß es entweder zu einem Realignment oder – wenn die kurzfristigen Kapitalzuflüsse ausblieben – zu einer Währungskrise kommen müsse. Aufgrund dieses Wirkungsmechanismus sei, so Walters, der Wechselkursmechanismus des EWS ein unausgereiftes System, dem man besser nicht beitrete.<sup>155</sup>

Politischer Druck zwang die Premierministerin dann doch, offizielle Bedingungen für einen Beitritt des Pfundes zum Wechselkursmechanismus des EWS bekanntzugeben. Die wichtigste dieser Bedingungen war eine Reduzierung der aktuellen Inflationsrate in Richtung der deutschen, um einen sofortigen Abwertungsdruck auf das Pfund beim Beitritt zu vermeiden.<sup>156</sup>

Im Oktober 1990 trat Großbritannien dann dem Wechselkursmechanismus des EWS mit einer Parität von 2,95 DM/Pfund und einer Bandbreite von  $\pm 6\%$  bei, obwohl die genannte Inflationsbedingung nicht erfüllt war. Das Inflationsdifferential zu Deutschland betrug 5%-Punkte (gemessen am RPIX<sup>157</sup>). Auch die sonstige Wirtschaftslage<sup>158</sup> ließ den Zeitpunkt schlecht gewählt erscheinen. Entscheidend dürften angesichts bevorstehender Wahlen politische Erwägungen gewesen sein.<sup>159</sup> Zum einen wollte man mehr Einfluß bei der Diskussion um die zukünftige Europäische Währungsunion gewinnen.<sup>160</sup> Zudem hoffte man mit diesem Schritt, die verlorengegangene Glaubwür-

<sup>154</sup>Vgl. Artis (1991), S. 133-137 und Goodhart (1989), S. 310f.

<sup>155</sup>In EWS-Ländern wie Italien und Spanien trat der Walters-Effekt tatsächlich auf und kann als eine Ursache der EWS-Krise 1992 verstanden werden. Vgl. Goodhart (1992), S. 152-154. Miller/Sutherland (1990) weisen jedoch zurecht darauf hin, daß der Walters-Effekt unterbleiben kann, wenn die Wechselkursbindung zu einer raschen Anpassung der Inflationserwartungen und damit der Inflationsrate im Beitrittsland führt. Zusätzlich vermindert die reale Aufwertung ihrerseits ebenfalls den Inflationsdruck.

<sup>156</sup>Vgl. Thatcher (1993), S. 712f.

<sup>157</sup>Der RPIX erfaßt die Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus unter Herausrechnung der im retail price index (RPI) enthaltenen Veränderungen des Hypothekenzinsniveaus.

<sup>158</sup>Die Löhne stiegen mit einer Jahresrate von 10%, die Zinsen waren bereits hoch und das Leistungsbilanzdefizit stieg an. Vgl. Scharrer (1990), S. 492.

<sup>159</sup>Vgl. Kaletsky (1990), S. 9f. und Münster (1990), S. 3.

<sup>160</sup>Vgl. Leigh-Pemberton (1993), S. 289 und Gattermann (1990), S. 4.

digkeit der Antiinflationpolitik wieder herstellen zu können, indem man die internationale Verpflichtung zur Aufrechterhaltung des Wechselkursziels einging.<sup>161</sup> Da dieses Ziel nur mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik erreicht werden konnte, entsprach dies einer freiwillig eingegangenen, externen Disziplinierung der Geldpolitik.<sup>162</sup> Durch die Erhöhung der Glaubwürdigkeit sollte erneut über die Reduzierung der Inflationserwartungen und der gewerkschaftlichen Lohnforderungen eine Verringerung der Preissteigerungsraten ohne die hohen Kosten einer Rezession ermöglicht werden.<sup>163</sup> Die Einhaltung der Parität im EWS sollte die gescheiterten Geldmengenziele als nominellen Anker des Preisniveaus ersetzen.<sup>164</sup> Durch diesen Schritt wollte man Zinssenkungen zur Belebung der Konjunktur ohne das Aufkommen neuer Inflationserwartungen und ohne eine Gefährdung des Pfundkurses ermöglichen.<sup>165</sup> Zusätzlich sollten durch eine Senkung der Hypothekenzinsen die Hausbesitzer als Wähler gewonnen werden.<sup>166</sup> Zudem wurde durch den Beitritt ein großer Teil des Wirtschaftsprogramms der konkurrierenden Labour-Partei obsolet.

Innerhalb der ersten achtzehn Monate erwies sich der Beitritt als Erfolg. Die Zinsen konnten weiter auf 10% gesenkt werden, und die Inflationsrate sank rasch von 12% auf 4%.<sup>167</sup> Trotzdem hatte das Pfund aufgrund des akkumulierten Inflationsvorsprungs real aufgewertet,<sup>168</sup> und als es im Herbst 1992 im Zuge steigender deutscher Zinsen zur ersten großen EWS-Krise kam, geriet das Pfund unter spekulativen Abwertungsdruck. Das extrem hohe Volumen der internationalen Devisenspekulationen machte Interventionen der Bank of England wirkungslos. Am 17. September 1992 suspendierte die britische Regierung die Teilnahme des Pfundes am Wechselkursmechanismus des EWS nach nicht einmal zweijähriger Mitgliedschaft wieder.

Im Unterschied zu anderen Notenbanken, deren Währungen unter Druck geraten waren, verzichtete die Bank of England auf eine Erhöhung der Leitzinsen.<sup>169</sup> Governor Leigh-Pemberton begründete dies damit, daß Zinserhöhungen aufgrund rezessiver Erscheinungen den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen in Großbritannien widersprochen hätten.<sup>170</sup> Hintergrund war die Dominanz variabel verzinster Immobilien-

<sup>161</sup> Vgl. Walters (1992), S. 119.

<sup>162</sup> Vgl. BEQB (May 1992), S. 207, Leigh-Pemberton (1993), S. 288 und Allsopp/Chrystal (1989), S. 15.

<sup>163</sup> Vgl. Financial Times vom 28.09.1990, abgedruckt in Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 28.09.1990, Nr. 75, S. 12.

<sup>164</sup> Vgl. Thatcher (1993), S. 694.

<sup>165</sup> Vgl. Jeffreys (1990), S. 9 und Claasen (1990), S. 189.

<sup>166</sup> So senkte man mit Eintritt in den Wechselkursmechanismus die Zinsen von 15% auf 14%, vgl. Claasen/Heemann (1990), S. 21 und Scharrer (1990), S. 492.

<sup>167</sup> Vgl. Masson (1995a), S. 136f.

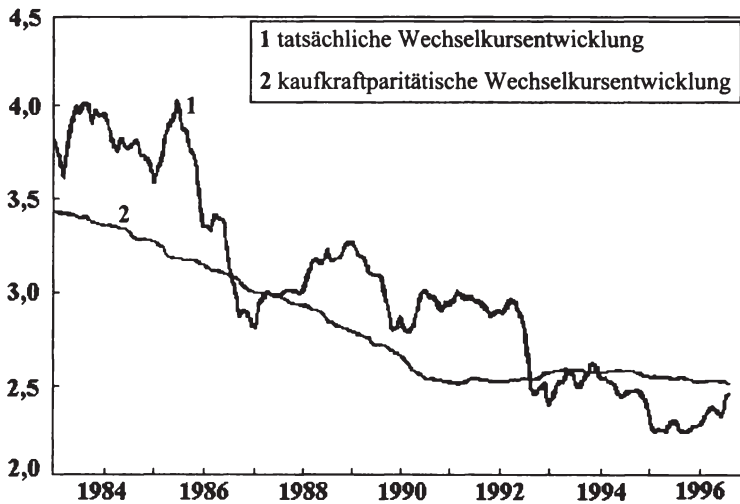
<sup>168</sup> Vgl. Artis/Lewis (1993), S. 39f.

<sup>169</sup> Nur unmittelbar vor Austritt des Pfundes am 17. September hatte die Bank of England ihre minimum dealing rate von 10% auf 15% erhöht.

<sup>170</sup> „The problem, again, was that raising UK interest rates, when the economy was so weak and inflationary pressures so subdued – especially in the context of the debt overhang – would have been regarded not just by the financial markets, but by the world as a whole, as transparently perverse.“ Leigh-Pemberton (1993), S. 293. Vgl. auch Borio (1997b), S. 119, Miskin/Posen (1997), S. 77 und Cobham (1995), S. 8-10.

kredite in Großbritannien. Da die Hypothekenzinsen deshalb sehr rasch auf eine Erhöhung der Leitzinsen reagierten und die Haushalte im Rahmen der Eigenheiminitiative der Regierung sehr hoch verschuldet waren,<sup>171</sup> befürchtete die regierende konservative Partei hohe Einkommensverluste der Haushalte und eine wachsende Zahl an Privatkonkursen.<sup>172</sup> Die Finanzmärkte erkannten den Zielkonflikt der Regierung, so daß Zinserhöhungen als zeitinkonsistent betrachtet wurden. Die Kapitalmärkte wußten, daß die Regierung ein so hohes Zinsniveau wie am 17. September volkswirtschaftlich nicht über einen längeren Zeitraum aufrecht erhalten konnte. Eine „harte“ geldpolitische Haltung schwächte aufgrund der mit ihr verbundenen hohen wirtschaftlichen Kosten das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die Wechselkursbindung anstatt es zu stärken.<sup>173</sup> Der öffentliche Druck machte schließlich eine Fortsetzung der Hochzinspolitik tatsächlich politisch unmöglich, so daß nur der Austritt aus dem Festkurs-system blieb.<sup>174</sup>

Abbildung F.3: Nominaler DM/Pfund-Wechselkurs und auf Basis von Verbraucherpreisen berechnete kaufkraftparitätische Entwicklung (in DM/Pfund)



Quelle: Croquet/Le Bihan (1996), S. 47.

<sup>171</sup> Bei über einer Million Haushalte lag der Verkehrswert der Immobilie unterhalb des Beleihungswertes („negative equity“). Vgl. Frowen/Karakitsos (1997), S. 508.

<sup>172</sup> Vgl. McCrone/Stephens (1995), S. 241 und siehe Kapitel D.II.3.

<sup>173</sup> Vgl. Drazen/Masson (1994), Masson (1995b), Spahn (1995), S. 175-179 und Leigh-Pemberton (1993), S. 293.

<sup>174</sup> Vgl. Cobham (1997b), S. 221f.

Als weitere Gründe für die Auflösung der Wechselkursbindung des Pfundes sind die zu hoch angesetzte Parität des Pfundes<sup>175</sup> und die reale Aufwertung des Pfundes aufgrund von Inflationsdifferenzen zu nennen (siehe Abbildung F.3)<sup>176</sup>.

Grundlegende Ursache des Scheiterns der EWS-Strategie war jedoch die unzureichende Gewichtung des Wechselkursziels in der Wirtschaftspolitik und die falsche Zuordnung des Zinsinstruments durch die Regierung. Sie setzte die Zinsen zur Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage anstatt zur Aufrechterhaltung der Wechselkursparität ein.<sup>177</sup> Ursache für diese Fehlverhalten war zum einen ein mangelndes Verständnis der Funktionsweise der Wechselkursbindung und der daraus resultierenden Einengung der politischen Handlungsoptionen.<sup>178</sup> Zum anderen betrieb insbesondere die Premierministerin ganz bewußt eine Politik, die zur Erhaltung der britischen Souveränität auf ein Ignorieren der von der Pfundbindung ausgehenden geldpolitischen Erfordernisse ausgerichtet war: „...But I for my part was determined to demonstrate that we would be looking more to monetary conditions than to the exchange rate in setting interest rates...“<sup>179</sup>

Der frühzeitige Austritt aus dem Wechselkursmechanismus des EWS verhinderte die Entwicklung einer glaubwürdigen, wechselkursorientierten Geldpolitik in Großbritannien. Die Entscheidung der britischen Regierung stellte den typischen Fall einer zeitinkonsistenten Währungspolitik dar, da sie entgegen ihrer Ankündigung einer entschlossenen Antiinflationpolitik bei ERM-Beitritt dem kurzfristigen, binnenwirtschaftlichen Ziel der Rezessionsbekämpfung den Vorzug gegenüber der langfristigen, wechselkursorientierten Antiinflationpolitik gab.<sup>180</sup> Der Austritt wurde ähnlich wie die Abwertung 1967 in Großbritannien als nationale Schande verstanden. Das wirtschaftspolitische Ansehen der Konservativen Partei war nachhaltig beschädigt. Ein Wiedereintritt in den Wechselkursmechanismus des EWS, beziehungsweise des EWS II, wäre daher selbst heute nicht unbedingt mit positiven Glaubwürdigkeitseffekten verbunden. Die britische Regierung mußte erst nachhaltig ihre Entschlossenheit zur Einhaltung einer erneuten Wechselkursbindung unter Beweis stellen.

Zusammenfassend zeigte sich, daß erneut die institutionellen Rahmenbedingungen der britischen Geldpolitik – in diesem Fall insbesondere die hohe Verschuldung der Haushalte in Verbindung mit einer Dominanz variabler Zinssätze – und die Inkonsequenz

<sup>175</sup>Vgl. Wren-Lewis/Westaway/Soteri/Barrell (1991), Rees-Mogg (1990), S. 7 und Allsopp/Graham (1987), S. vii. Als der damalige Bundesbankpräsident Pöhl vom Schatzkanzler Major telefonisch über den Leitkurs informiert wurde, antwortete dieser: „That is unrealistic. That is not possible.“ (Zitiert nach Marsh (1994), S. 158.)

<sup>176</sup>Vgl. Riese (1993), S. 165-170.

<sup>177</sup>Vgl. Allsopp (1993), S. 19.

<sup>178</sup>Vgl. Cobham (1997b), S. 217-220.

<sup>179</sup>Thatcher (1993), S. 724.

<sup>180</sup>So kann der Austritt aus dem Wechselkursmechanismus als Manifestation der Präferenz für das Wachstums- und Beschäftigungsziel in Großbritannien verstanden werden, siehe z.B. Hughes Hallett/Wren-Lewis (1995), S. 31: „Cependant, la préférence du Royaume-Uni pour la croissance et la reprise de l'emploi s'est bien concrétisée...“

der Regierung bei der Verfolgung der gewählten geldpolitischen Strategie zum Scheitern der britischen Währungsbehörden geführt haben.

## **5. Die Entwicklung der Geldpolitik seit dem Austritt aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus 1992: Die Strategie des direkten Inflationsziels**

Seit dem Austritt aus dem Wechselkursmechanismus des EWS, und damit dem Wegfall der Wechselkursbindung als nominellen Anker des Preisniveaus, ist die britische Geldpolitik als diskretionäre Zinspolitik mit einem offiziell angekündigten Inflationsziel (direct inflation targeting) konzipiert. Nach dem gescheiterten Versuch, Geldmengenaggregate oder den Wechselkurs als Zwischenzielgrößen zu etablieren, verzichtete man vollständig auf ein explizites Zwischenziel. Stattdessen sollten die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte durch die direkte Nennung einer angestrebten Inflationsrate beeinflusst werden. Für die Inflationsrate RPIX<sup>181</sup> bestand ursprünglich ein Zielkorridor von 1%-4%. Bis 1997 sollte eine Inflationsrate von unter 2,5% erreicht werden.<sup>182</sup> Geldmengenaggregate<sup>183</sup> und Wechselkurs werden nur noch als Indikatoren der zukünftigen Inflationsentwicklung, nicht mehr als eigenständige Zwischenziele verwendet.

### **5.1. Die Vor- und Nachteile eines direkten Inflationsziels aus britischer Perspektive**

Die Konzeption des direkten Inflationsziels besitzt einige Vor- und Nachteile. So ist der Öffentlichkeitsgrad der Inflationsrate größer als der einer Geldmengenwachstumsrate. Für einen Großteil der Bevölkerung ist die Inflationsrate eine verständlichere Größe als ein Geldmengenaggregat. Zudem scheint die Verpflichtung der Notenbank durch ein direktes Inflationsziel größer zu sein als bei einem geldmengenorientierten Zwischenziel. Während die Bundesbank trotz Verfehlung ihres Zwischenziels ihren gesetzlichen Auftrag noch erfüllen kann, bedeutet ein Verstoß gegen das Inflationsziel durch die Bank of England sofort ein Scheitern der Geldpolitik. Beide Argumente zusammen können dazu führen, daß eine Beeinflussung der Inflationserwartungen über das Inflationsziel einfacher als bei Zwischenzielstrategien zu erreichen ist.<sup>184</sup>

Allerdings wirken sich etwaige Zielverfehlungen bei einem direkten Inflationsziel im Gegenzug auch entsprechend verstärkt negativ aus. Die Effektivität und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik des direkten Inflationsziels hängt entscheidend von der Fähigkeit der Bank of England ab, zutreffende Inflationsprognosen erstellen zu können. Sie bedient sich daher eines umfassenden Modells der britischen Volkswirtschaft,

<sup>181</sup> Für die Verfolgung eines Inflationsziels wäre an sich der RPIY-Index geeigneter gewesen, da bei ihm zusätzlich zu den Hypothekenzinsen auch die Effekte von Veränderungen der indirekten und lokalen Steuern herausgerechnet werden. Dadurch hätten Einflüsse entsprechender steuerpolitischer Maßnahmen der Regierung auf das von der Bank of England zu verfolgende Ziel vermieden werden können. Vgl. Frowen/Karakitsos (1997), S. 512 und Miskin/Posen (1997), S. 81.

<sup>182</sup> Vgl. Bank of England (1994a), S. 1.

<sup>183</sup> Für M0 ist ein jährliches Wachstum von 0%-4% und für M4 von 4%-8% vorgesehen. Diese Zielkorridore wurden statt als „target“ als „monitoring range“ bezeichnet.

<sup>184</sup> Vgl. Cobham (1997a), S. 1131.

in dem eine Vielzahl makroökonomischer Daten erfaßt wird (Multi-Indikatoren-Konzept).<sup>185</sup> Problematisch an der Beobachtung vieler einzelner Indikatoren ist deren Gewichtung und deren oft widersprüchliche Aussage. Je nach dem, welche Bedeutung einer einzelnen Größe zugemessen wird, kann häufig jeder geldpolitische Schritt begründet werden. Daher besteht die Gefahr, daß es aufgrund der Vielzahl der beachteten Indikatoren zu sehr unterschiedlichen Signalen für die Geldpolitik kommt, und diese an Stetigkeit verliert. Zusätzlich erschwert die Beobachtung zahlreicher Indikatoren mit oft unterschiedlicher Aussage die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte, denen eine eindeutige Orientierungsgröße wie ein Geldmengen- oder Wechselkurs-Zwischenziel fehlt. Diese Komplexität und Uneindeutigkeit stellen einen wichtigen Nachteil der Strategie des direkten Inflationsziels dar.<sup>186</sup>

Der Ansatz einer auf Zwischenziele verzichtenden Geldpolitik wirft zudem weitere Probleme auf. So stellt sich die Frage, wie präzise die Geldpolitik tatsächlich die Preise beeinflussen kann. Gerade das Problem des Fehlens rechtzeitiger Informationen über die Entwicklung der volkswirtschaftlichen Zielgrößen und die zeitliche Wirkungsverzögerung (Time-lag) der Geldpolitik führten zur Einführung von Zwischenzielen.<sup>187</sup> Eine kurzfristige Evaluierung der Geldpolitik kann wiederum nur anhand einer mit großen Unsicherheiten behafteten Inflationsprognose geschehen.

Besonders hervorzuheben im Rahmen eines direkten Inflationsziels ist die Problematik, daß nicht die Bank of England allein die Preissteigerungsraten in der britischen Volkswirtschaft bestimmt.<sup>188</sup> Von ihr nicht direkt kontrollierbare Einflußfaktoren wie z.B. das Lohnverhalten der Tarifparteien oder Preisänderungen bei Rohstoffen bestimmen das Inflationsniveau mit. Damit kann der Notenbank nicht mehr die alleinige Verantwortung für das Erreichen des Inflationsziels zugeschrieben werden, so daß ein Inflationsziel als Beurteilungsgröße der Geldpolitik an Wert verliert.

Zusätzliche Nachteile gegenüber einer Geldmengenstrategie besitzt ein direktes Inflationsziel beim Auftreten von negativen Angebotschocks.<sup>189</sup> Würde die Bank of England ihr Inflationsziel streng verfolgen, müßte sie zur Abwehr von Inflationserhöhungen mit einer geldpolitischen Verschärfung reagieren. Dadurch würde das wirtschaftliche Wachstum und die Beschäftigung über die negativen Folgen des Angebotschocks hinaus gedrückt. Bei einer potentialorientierten Geldmengenziel, wie es die Deutsche Bundesbank verfolgt, wäre die Ausdehnung der Geldmenge gemessen am tatsächlichen Wirtschaftswachstum dagegen verhältnismäßig expansiv, so daß die Geldpolitik wachstums- und beschäftigungsstabilisierende Effekte hätte. Dem britischen Pragmatismus in geldpolitischen Fragen folgend deutete der Chefvolkswirt der Bank of England bereits an, daß man gegebenenfalls wieder auf eine strikte Befolgung

<sup>185</sup>Neben Geldmengenaggregaten und Wechselkurs beachtet die Bank of England z.B. noch die Renditestruktur, die Zinserwartungen, die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft und Güter- und Immobilienpreise. Vgl. Bank of England (1995b), S. 1-4 und Frowen/Karakitsos (1997), S. 517.

<sup>186</sup>Vgl. Illing (1998), S. 498. Diese Problem versucht die Bank of England mit Hilfe ihrer offenen Informationspolitik zu beheben. Vgl. Fischer/Zurlinden (1994), S. 73.

<sup>187</sup>Vgl. Friedman (1968), S. 15.

<sup>188</sup>Vgl. Issing (1998c), S. 13f. und von Hagen/Neumann (1996), S. 144.

<sup>189</sup>Vgl. Illing (1998), S. 498f.



der geldpolitischen Strategie zum Wohl des Wachstums- und Beschäftigungsziels verzichten würde: „...if those shocks are supply shocks, which raise inflation while depressing output, it might be undesirable to attempt to keep inflation at 2,5%...“<sup>190</sup>

Da in Großbritannien die Prognosen und Untersuchungen der Bank of England im Inflation Report veröffentlicht werden, ist es außerdem möglich, daß die Notenbank rasch an Ansehen verliert, wenn sich ihre Prognose als falsch erweisen. So beschädigten 1995/96 z.B. zu negative Prognosen das Ansehen der Bank of England in Großbritannien.<sup>191</sup>

Schließlich wurden geldpolitische Schritte in der Phase von 1992 bis 1997 vom persönlichen Urteil des Governors und des Schatzkanzlers über die Bedeutung einzelner Indikatoren geprägt und dadurch ökonomisch angreifbar. Als besonders problematisch erwies sich dabei, daß beide Entscheidungsträger aufgrund des Time-lags von Zinsschritten über die Entwicklung der Inflationsrate in zwei Jahren urteilen mußten. Die Schwierigkeit einer solchen Prognose vergrößerte die Möglichkeit von Meinungsunterschieden. Darüber hinaus zeigte es sich, daß der Schatzkanzler z.B. vor Wahlterminen die Aussagen der Indikatoren positiver interpretierte, um Zinssenkungen begründen zu können. Dadurch bestand erneut die Gefahr, daß sich in Großbritannien eine diskretionäre, am politischen Wahlzyklus orientierte Geldpolitik entwickelte. Zudem verringerten diese offenen Meinungsdivergenzen der geldpolitischen Entscheidungsträger das Vertrauen der Öffentlichkeit in die britischen Währungsbehörden.<sup>192</sup>

## **5.2. Die Ausgestaltung und Umsetzung des direkten Inflationsziels in Großbritannien von 1992 bis 1997**

Um den Wirtschaftsakteuren trotz des Fehlens eines im Zentrum der öffentlichen Beobachtung stehenden Zwischenzieles einen Leitfaden für die weitere Entwicklung der Geldpolitik an die Hand zu geben und somit deren Erwartungsbildung beeinflussen zu können, sind Regierung und Bank of England bemüht, ihre Entscheidungen anhand der einzelnen Indikatoren in einer offenen Informationspolitik zu begründen. Besonderes Gewicht innerhalb der Informationspolitik genießt dabei der vierteljährlich seit Februar 1993 erscheinende Inflationsbericht (Inflation Report). In diesem legt die Bank of England<sup>193</sup> ausführlich anhand der beobachteten Indikatoren ihre Einschätzung zur weiteren Inflationsentwicklung als Begründung für die gewählte Geldpolitik dar.<sup>194</sup> Zusätzlich wurde monatlich mit einer Zeitverschiebung von sechs Wochen das

<sup>190</sup> King (1997), S. 17.

<sup>191</sup> Vgl. Cobham (1997a), S. 1136-1138 und The Economist vom 21.09.1996, S. 42.

<sup>192</sup> Vgl. Frowen/Karakitsos (1997), S. 503 und Mishkin/Posen (1997), S. 81-86.

<sup>193</sup> Seit Herbst 1993 verzichtet das Schatzamt auf eine Zensur des von der Bank of England verfaßten Inflationsberichts, eine Stärkung der Zentralbankautonomie. Vgl. Cobham (1995), S. 12.

<sup>194</sup> Genau genommen stellt somit die mit einem Zeithorizont von zwei Jahren von der Bank of England erwartete Inflationsrate das Zwischenziel der Geldpolitik dar (bedingt durch die Prognoseungenauigkeit jedoch mit einem relativ weiten Korridor). Steigt die erwartete Inflation über das Inflationsziel hinaus, wird die Geldpolitik restriktiver, kehrt die erwartete Inflation in den Zielkorridor zurück, kann die Bank of England wieder expansivere geldpolitische Maßnahmen ergreifen. Vgl. King (1994), S. 118.

verkürzte Protokoll des monatlichen Treffens von Schatzkanzler und Governor veröffentlicht. Darüber hinaus publizierte die Bank of England jeden Monat einen Monthly Monetary Report, in dem sie die wichtigsten statistischen Daten der Allgemeinheit zugänglich machte.<sup>195</sup> Schließlich wird bis heute jede Zinsentscheidung von einer Pressemitteilung begleitet, die die Gründe für die Zinsentscheidung angibt.<sup>196</sup> Diese offene Informationspolitik stellt eine große Neuerung für die oft für ihre Verschllossenheit kritisierte Bank of England dar. Dadurch soll die Kompetenz und Entschlossenheit der Entscheidungsträger vertrauensbildend bewiesen werden.<sup>197</sup> Ziel der neuen geldpolitischen Konzeption und der Stärkung der Notenbank war die Zurückgewinnung der durch die EWS-Krise verlorenen Glaubwürdigkeit.<sup>198</sup> Charakteristisch für die britische Geldpolitik war es aber, daß sich die Regierung nicht entschließen konnte, dieses Ziel über die Gewährung der vollständigen Unabhängigkeit für die Bank of England anzustreben.

Nach einer anfänglichen monetären Expansion nach dem ERM-Austritt zur Belebung der Konjunktur und zur Entlastung der hochverschuldeten Hauseigentümer<sup>199</sup> wurde die Geldpolitik 1994 restriktiver.<sup>200</sup> Man erreichte trotz gestiegener Importpreise im Zuge der Pfundabwertung die besten Inflationswerte seit dem Krieg. Daher schien die neue geldpolitische Strategie trotz der geschilderten Probleme erfolgreich gewesen zu sein. Die im internationalen Vergleich nahezu unveränderten Zinsdifferenzen bei langfristigen Staatsanleihen ließen aber den Schluß zu, daß die Glaubwürdigkeit der britischen Geldpolitik nicht entscheidend gestiegen war.<sup>201</sup> Die niedrigen Preissteigerungsraten wurden überwiegend aufgrund temporär günstiger Umstände wie ein moderates Lohnverhalten erreicht. Eine dauerhafte Reduzierung der Inflationsrate unter 2,5% wurde aber verfehlt, so daß Großbritannien innerhalb Europas immer noch zu den Ländern mit den höchsten Preissteigerungen gehörte.

### **5.3. Die Stärkung der Unabhängigkeit der Bank of England als konzeptionelle Ergänzung des direkten Inflationsziels (seit 1997)**

Nach dem Wahlsieg der Labour-Partei im Mai 1997 erfolgte eine Reformierung der Stellung der Bank of England gegenüber dem Schatzamt. Der neue Schatzkanzler, Gordon Brown, übertrug der Zentralbank die Kompetenz für die Zinspolitik und erhöhte damit die operative Unabhängigkeit der Notenbank. Diese kann seither unabhängig von Weisungen des Schatzkanzlers selbständig das Zinsniveau mit Hilfe ihres geldpolitischen Instrumentariums steuern. Zinspolitische Entscheidungen werden seit-

<sup>195</sup> Die Veröffentlichung des Monthly Report wurde 1995 wieder eingestellt.

<sup>196</sup> Vgl. King (1994), S. 124f.

<sup>197</sup> Vgl. King (1993), S. 272 und Frowen/Karakitsos (1997), S. 506f.

<sup>198</sup> Der Chefvolkswirt der Bank of England beschrieb die Reform als „institutional changes designed to bolster the credibility of the commitment to low inflation.“ King (1994), S. 123. Vgl. auch Pennant-Rea (1995), S. 221, Bank of England (1994a), S. 1 oder BEQB (November 1992), S. 446f.

<sup>199</sup> Vgl. Miskin/Posen (1997), S. 80 und o.V. (1994), S. 286f.

<sup>200</sup> Vgl. Stiehler (1995), S. 7-14.

<sup>201</sup> Vgl. Cobham (1997a), S. 1133f. und S. 1139f.

her vom neugeschaffenen geldpolitischen Ausschuß („monetary policy committee“) gefaßt.<sup>202</sup>

Begründet wurde die Reform mit dem Ziel, politische und wahltaktische Eingriffe auf die Zinspolitik und das Entstehen politischer Konjunkturzyklen im Rahmen einer Stop-and-Go-Politik vermeiden und über eine längerfristig- und stabilitätsorientiertere Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank letztlich eine höhere Glaubwürdigkeit, eine niedrigere Inflationsrate und damit ein wachstumsförderndes niedrigeres Zinsniveau erreichen zu können.<sup>203</sup> Doch auch diese Reform war unvollständig, da der Bank of England bis heute das Endziel der Geldpolitik von der Regierung vorgegeben wird. Ihre funktionelle Unabhängigkeit blieb somit eingeschränkt.

Im Juni 1997 vollzog die Labour-Regierung zusätzlich zur Reform der Stellung der Bank of England eine gewisse Änderung der Zielsetzung der Geldpolitik. Während man zuvor als langfristiges Inflationsziel einen Wert von 2,5% oder weniger angestrebt hatte, legte der neue Schatzkanzler das Inflationsziel auf exakt 2,5% fest. Diese an sich graduell erscheinende Änderung bedeutet de facto eine Lockerung der Geldpolitik. Da die Bank of England bei Abweichungen von mehr als einem Prozentpunkt nach oben und unten ihre Zielverfehlung erklären und Gegenmaßnahmen einleiten muß, ergibt sich inoffiziell ein Zielkorridor für die Inflation von 1,5% bis 3,5%, wohingegen zuvor Werte von 0% bis 2,5% als Zielerreichung angesehen worden waren.<sup>204</sup> Begründet wurde diese Neudefinition mit der Asymmetrie des alten Inflationsziels. Da zuvor keine Untergrenze für die Inflationsrate bestand, war es für die Notenbank eine überlegene Strategie, eher zu restriktiv zu handeln. Durch die neue Definition sollte diese Asymmetrie beseitigt werden.<sup>205</sup> Kritiker sahen darin den Versuch des Schatzkanzlers, einer zu restriktiven Politik der in die operative Unabhängigkeit entlassenen Notenbank vorzubeugen.<sup>206</sup> Des weiteren ist umstritten, ob man Inflationsraten von über 3% noch als Zielerreichung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik bezeichnen kann.

## 6. Fazit

Die Untersuchung in diesem Kapitel zeigte die zunehmende Unstetigkeit der britischen Geldpolitik auf. Im klassischen Goldstandard führte die Beschränkung auf das Geldwertstabilitätsziel und die von der Bank of England seit Jahrzehnten erworbene Reputation zu einer sehr hohen Effizienz der britischen Geld- und Währungspolitik. Dadurch gelang es bis zum Ersten Weltkrieg, insbesondere die Außenstabilität des Pfundes zu gewährleisten und die Weltleitwährungsrolle einzunehmen. Geschwächt durch die wirtschaftlichen Folgen des Krieges – Verlust der Position als weltführende Industrie- und Gläubigernation – konnte Großbritannien trotz einer strengen Deflati-

<sup>202</sup>Siehe Kapitel E.II.1.2. Dadurch werden nun imageschädigende Dispute zwischen Schatzkanzler und Governor vermieden.

<sup>203</sup>Vgl. Riley (1997), S. 17, Riecke (1997), S. 2 und Frowen/Karakitsos (1997), S. 509.

<sup>204</sup>Vgl. Chote/Halligan (1997), S. 16f.

<sup>205</sup>Vgl. Uhlig (1997), S. 16.

<sup>206</sup>Vgl. Handelsblatt vom 13./14.06.1997, Nr. 111, S. 8.

onspolitik die Leitwährungsrolle des Pfundes gegenüber dem US-Dollar nicht verteidigen. Stattdessen kam es zu einem Einbruch des Wirtschaftswachstums und einem hohen Anstieg der Arbeitslosigkeit.

In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg wurde daher ein grundlegender Wechsel der geldpolitischen Zielpriorität vollzogen. Das Geldwertstabilitätsziel wurde dem Wachstums- und Beschäftigungsziel untergeordnet. Die britische Geldpolitik zeichnete sich dabei durch einen immer rascheren Wechsel der geldpolitischen Konzeptionen durch das Schatzamt und die Bank of England aus (siehe Tabelle F.3). In Anlehnung an die keynesianische Theorie versuchte man, über niedrige Zinsen und die Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage das Vollbeschäftigungsziel zu erreichen. Als aufgrund der Vernachlässigung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts Zahlungsbilanzdefizite auftraten, wollte man diese über höhere Zinsen und direkte Kontrollen geldpolitisch lösen. Dadurch kam es zu Marktverzerrungen und zur Fehlallokation von Ressourcen, so daß man in den siebziger Jahren zu einer marktorientierten Zinssteuerung übergang. Dennoch wurden die wirtschaftspolitischen Endziele eines angemessenen Wachstums, einer hohen Beschäftigung, des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts und der Geldwertstabilität verfehlt.

Daraufhin versuchte man zu Beginn der achtziger Jahre, durch einen drastischen Wechsel der geldpolitischen Konzeption mit Hilfe einer zwischenzielorientierten Geldmengensteuerung das Endziel der Preisstabilität zu erreichen. Als auch diese Konzeption aufgrund der strukturellen Änderungen im Finanzsektor und einer inkonsequenten Durchführung der Geldpolitik nicht erfolgreich war, wählte man erneut die Stabilisierung des Wechselkurses als Zwischenziel aus, was im Beitritt zum Wechselkursmechanismus des EWS mündete. Doch auch diese Strategie scheiterte, als das Pfund im Rahmen der EWS-Krise 1992 das ERM wieder verlassen mußte. Erneut bedingten die strukturellen Besonderheiten Großbritanniens, insbesondere die hohe Verschuldung der Haushalte und die Dominanz variabel verzinsten Kredite, und die mangelnde Bereitschaft der Regierung, kurzfristige Wachstumseinbußen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in Kauf zu nehmen, den Mißerfolg der britischen Währungspolitik.

Seit dem ERM-Austritt versuchen die geldpolitischen Verantwortungsträger im Rahmen einer Strategie des direkten Inflationsziels, das Geldwertstabilitätsziel ohne Zwischenziel mittels einer Steuerung der kurzfristigen Zinsen zu erreichen. Nachdem das Ansehen der britischen Geldpolitik aber unter Auseinandersetzungen des Schatzamts und der Bank of England über die Zinspolitik gelitten hatte, entschloß sich die neue Regierung, das direkte Inflationsziel mit einer Erhöhung der Unabhängigkeit der Notenbank zu kombinieren. Durch diese Entpolitisierung der Zinsentscheidungen und eine offene Informationspolitik soll nun mit Hilfe einer glaubwürdigen Geldpolitik eine konstant hohe Geldwertstabilität erreicht werden.

Tabelle F.3: Schematische Übersicht über die geldpolitischen Konzeptionen in Großbritannien

<b>Zeitraum</b>	<b>wirtschaftspolitisches Endziel</b>	<b>zentrales geldpolitisches Zwischenziel/ Indikator/ Instrument</b>
Goldstandard bis 1913	Außenwirtschaftliches Gleichgewicht	Diskontpolitik
Zwischenkriegsperiode	Verteidigung der Leitwährungsfunktion des Pfundes	Restriktive Zinspolitik
1945-1979	Vollbeschäftigung (Finanzpolitik) unter der geldpolitisch zu lösenden Restriktion des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts	1945-71: Restriktive Zinspolitik, zunehmend direkte Kontrollen 1971-74: Zinssteuerung am Markt (CCC) 1974-79: SSDS als Sonderform der Mindestreservepolitik
seit 1979	Geldwertstabilität (jedoch häufig durch kurzfristige Wachstums- und Beschäftigungsziele relativiert)	1979-86: Geldmengenziele (quantitative Geldpolitik) 1986-90: Inoffizielles Wechselkursziel (per Zinspolitik) 1990-92: Wechselkursbindung (ERM) (per Zinspolitik) 1992-97: Direktes Inflationsziel mit diskretionärer Zinspolitik ohne Zwischenziel (Mehrindikator-konzept) seit 1997: Direktes Inflationsziel mit zinspolitischer Unabhängigkeit der Bank of England

Quelle: eigene Darstellung

Bei einer zusammenfassenden Bewertung der britischen Geldpolitik fällt zunächst der häufige Wechsel der geldpolitischen Strategie in der Nachkriegszeit in Großbritannien auf.<sup>207</sup> Von 1971 bis 1992 wurden fünfmal die Konzeption und Durchführung der Geldpolitik verändert.<sup>208</sup> Mit jeder neuen Strategie wurde versucht, auf die besonderen institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik in Großbritannien Rücksicht zu nehmen und die verlorene Glaubwürdigkeit durch immer neue Ansätze zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems zurückzugewinnen. Ob mit der neuen Konzeption der Labour-Regierung diese Ziele erreicht wurden, wird sich erst noch in den kommenden Jahren zeigen müssen.

<sup>207</sup>Vgl. King (1997), S. 82-85.

<sup>208</sup>Zum Vergleich: Die Deutsche Bundesbank betrieb von 1974 bis 1998 beständig eine auf Geldwertstabilität ausgerichtete Geldpolitik, die sich an einem Geldmengenaggregat als Zwischenziel orientiert (einzige wesentliche konzeptionelle Änderung war 1988 der Übergang vom Aggregat Zentralbankgeld auf das Aggregat M3).

Aus Sicht der Frage eines möglichen Beitritts Großbritanniens zur Währungsunion wurde deutlich, daß die Geldpolitik in Großbritannien ganz besonderen Rahmenbedingungen unterliegt. Die hohe Wettbewerbsintensität im Finanzsektor, die große Innovationskraft der Banken und anderer Finanzintermediäre, die im internationalen Vergleich hohe Bedeutung der Finanzmärkte und die ausgeprägte internationale Einbindung des britischen Finanzsystems ergeben ganz spezifische Rahmenbedingungen für die Geldpolitik. Insbesondere die hohe, variabel verzinste Verschuldung der Haushalte und Unternehmen stellt eine britische Besonderheit dar, die es zu beachten gilt. So erschwert sie aufgrund der resultierenden hohen Zinssensitivität eine restriktive Hochzinspolitik. Aufgrund dieser institutionellen Rahmenbedingungen besteht die Gefahr, daß eine einheitliche, restriktive Geldpolitik der EZB gegebenenfalls in Großbritannien zu überdurchschnittlich hohen Rückgängen beim Wirtschaftswachstum und der Beschäftigung führen könnte. Auf der anderen Seite könnte eine expansive Politik der EZB in Großbritannien verhältnismäßig rasch zu einer Überhitzung der Konjunktur und zum Entstehen von Preisdruck führen. Ein Beitritt Großbritanniens könnte daher entgegen der Argumentation der Befürworter eines solchen Schrittes erneut zum Entstehen eines geldpolitisch verursachten Boom-and-Bust-Zyklus in Großbritannien führen. Eine mangelnde Konvergenz der britischen Finanzstrukturen an die kontinentaleuropäischen Bedingungen könnte somit Ursache für asymmetrische Auswirkungen der Geldpolitik der EZB sein. Diese Sondersituation Großbritanniens birgt daher die Gefahr in sich, daß die europaweit einheitliche Geldpolitik nicht den Erfordernissen der Briten entspricht, so daß sich die Wohlfahrtssituation Großbritanniens im Vergleich zur Beibehaltung einer eigenständigen nationalen Geldpolitik – insbesondere wenn sich die neue Konzeption als glaubwürdig erweisen würde – verschlechtern könnte.

Zweiter bedeutender Aspekt zur Einschätzung der britischen Position nach einem eventuell erfolgenden Beitritt zur EWU ist die Frage, welche wirtschaftspolitischen Ziele in Großbritannien mit der Geldpolitik verfolgt werden. Dabei fällt auf, daß nach dem Zweiten Weltkrieg ein radikaler Übergang vom Geldwertstabilitätsziel zum Wachstums- und Beschäftigungsziel vollzogen wurde. Daraus resultierend verlief die britische Geldpolitik in den fünfziger und sechziger Jahren sehr unstetig, da periodisch eine restriktive Geldpolitik zur Stabilisierung der Zahlungsbilanzsituation und des Wechselkurses eingesetzt werden mußte. Die Inkonsequenz der britischen Wirtschaftspolitik zeigte sich aber auch in den siebziger Jahren, als die Regierung unter Heath einerseits eine sehr expansive Finanzpolitik betrieb und andererseits versuchte, geldpolitisch das Kreditwachstum zu bremsen. Unter Labour wurde die Politik nach der Tilgung des IWF-Kredits wieder expansiv, um innerhalb von zwei Jahren eine erneute Zahlungsbilanzkrise heraufzubeschwören. Zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Verbesserung der Zahlungsbilanz erfolgende Abwertungen des Pfundes wurden hingenommen. Aufgrund der resultierenden Abwertungs-Inflations-Spirale war das Pfund aber wieder rasch überbewertet.<sup>209</sup>

Gemäß offiziellen Verlautbarungen steht das Geldwertstabilitätsziel seit 1979 im Zentrum der britischen Geldpolitik. Jedoch zeigen die Erfahrungen von 1983, 1987-1990

<sup>209</sup> Vgl. Swoboda (1981), S. 153.



und des ERM-Austritts 1992, daß das Preisstabilitätsziel unter dem Vorbehalt einer angestrebten Mindestwachstumsrate steht. Sobald die Arbeitslosigkeit zu sehr steigt oder das Zinsniveau die Unternehmen und die Haushalte zu sehr belastet, erfolgt eine Lockerung der Geldpolitik. Selbst die „eiserne Lady“, Mrs. Thatcher, wich von ihrem restriktiven Kurs ab, als sie 1983 ihre Wahlchancen bedroht sah. 1992 zog man den ERM-Austritt weiteren Zinserhöhungen und einer Konjunkturdämpfung vor. Aufgrund dieser Erfahrungen ist es nicht verwunderlich, daß es in Großbritannien nicht gelang, eine glaubwürdige, stabilitätsorientierte Geld- und Währungspolitik zu entwickeln.<sup>210</sup> Auch gegenwärtig besitzt Großbritannien eine der höchsten Inflationsraten in Europa. Die Inflationsprognose der Bank of England kommt derzeit zu dem Ergebnis, daß die angestrebte Inflationsrate in naher Zukunft leicht verfehlt wird.<sup>211</sup> Dennoch wird das Leitzinsniveau in kleinen Schritten abgesenkt, da man andernfalls eine Rezession mit negativen Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung befürchtet.

Insgesamt kommt man nach der Untersuchung der britischen Geldpolitik zu dem Urteil, daß in Großbritannien das Geldwertstabilitätsziel nicht den selben Rang einnimmt wie z.B. in Deutschland. Ein Hinweis hierfür ist auch, daß die Bank of England immer noch nicht unabhängig von der Regierung das Ziel der Geldpolitik festlegen und verfolgen kann. Dies läßt vermuten, daß Großbritannien nach einem Beitritt in der EWU eher für eine relativ höhere Gewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels in der Geldpolitik stimmen könnte.<sup>212</sup>

Tabelle F.4: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Großbritanniens seit 1955

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>PSBR</b>	<b>Handels- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1955	4,1	3,7	2,43	-0,80
1956	6,6	1,2	2,74	0,99
1957	3,7	1,6	2,20	1,05
1958	4,2	-0,2	2,13	1,56
1959	1,1	4,0	2,35	0,71
1960	1,1	5,5	2,76	-0,89
1961	3,4	2,7	2,56	0,17
1962	3,8	1,2	1,90	0,54
1963	2,1	4,1	2,72	0,41
1964	3,6	5,5	2,94	-1,12
1965	4,9	3,0	3,26	-0,21
1966	4,7	1,6	2,48	0,33
1967	3,1	2,2	4,55	-0,70

<sup>210</sup> Vgl. Frowen/Karakitsos (1997), S. 528f.

<sup>211</sup> Vgl. Bank of England (1998), S. 47f.

<sup>212</sup> Zusätzlich zu den wirtschaftspolitischen Präferenzen spricht auch die höhere Zinssensitivität der britischen Volkswirtschaft wie gezeigt dafür, daß Großbritannien gegebenenfalls nur für eine gemäßigt restriktive Geldpolitik stimmen würde.

Tabelle F.4: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Großbritanniens seit 1955  
(Fortsetzung)

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>PSBR</b>	<b>Handels- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1968	3,9	4,2	2,85	-0,60
1969	5,4	2,5	-1,14	1,03
1970	7,5	1,9	-0,10	1,54
1971	9,2	1,5	2,28	1,89
1972	8,1	2,4	3,04	0,30
1973	7,2	7,3	5,54	-1,38
1974	14,6	-1,7	7,68	-3,95
1975	27,2	-1,0	9,57	-1,49
1976	15,0	2,7	7,06	-0,73
1977	13,9	2,5	3,75	-0,09
1978	11,3	2,9	5,01	0,57
1979	14,5	2,7	6,45	0,34
1980	19,8	-2,3	5,13	1,26
1981	11,5	-1,0	4,17	2,48
1982	7,5	1,5	1,78	1,46
1983	5,2	3,4	3,87	1,11
1984	4,3	2,5	3,20	0,46
1985	5,9	3,7	2,14	0,83
1986	3,6	3,1	0,61	-0,26
1987	4,7	4,4	-0,35	-0,70
1988	6,6	3,8	-2,54	-3,20
1989	7,1	2,3	-1,2	-4,40
1990	6,2	0,5	1,3	-3,50
1991	6,6	-2,2	2,9	-1,40
1992	4,3	-0,5	6,1	-1,60
1993	3,4	2,2	7,9	-1,90
1994	2,0	3,8	6,5	0,00
1995	2,5	2,7	5,0	-0,53
1996	3,3	2,6	3,3	-0,08
1997	2,8	3,5	1,5	0,82
1998	2,6	2,2	-0,8	0,02

Quelle: Dimsdale (1991): S. 100, 104, 111f., 121f.

Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaften (eurostat):

Statistische Grundzahlen der Europäischen Union, verschiedene Ausgaben

Eurostatistik, verschiedene Ausgaben

### III. Die französische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Der Franc im Spannungsfeld zwischen Hartwährungsanspruch und Vollbeschäftigungsziel

#### 1. Die französische Geldpolitik im System des Goldstandards

Frankreich ging 1878 zum Goldstandard über, behielt aber im Gegensatz zu Großbritannien und Deutschland nur ein Golddeckungssystem mit beschränkter Goldeinlösepflicht der Notenbank bei. Der Banque de France war es daher erlaubt, zur Einlösung ihrer Banknoten neben Gold auch Silber auszugeben (Bimetall-Standard).<sup>213</sup>

Frankreich und Deutschland waren nach dem Leitwährungsland Großbritannien die führenden Nationen des Goldstandards. Allerdings konnten selbst sie nur eine eingeschränkt unabhängige Diskontpolitik betreiben, letztlich steuerte London die Geldpolitik in der Welt. Ähnlich wie in Großbritannien halfen Frankreich Zinserträge aus Kapitalexporten trotz einer negativen Handelsbilanz einen Leistungsbilanzüberschuß zu erzielen. Der Franc gehörte in dieser Periode gestützt auf sehr hohe Währungs- und Goldreserven der Banque de France zu den führenden Weltwährungen.

Als Folge der Richtlinien der Banque de France dominierte in Frankreich im Gegensatz zu Großbritannien die kurzfristige Kreditvergabe der Banken, so daß eine Fristentransformation kaum stattfand. Daher folgte die Kreditentwicklung sehr eng der Wirtschaftsentwicklung, und das Kreditrisiko der französischen Banken war gering. Dadurch erwies sich das Finanzsystem als sehr krisensicher. Während in Deutschland und Großbritannien der Diskontsatz zur Abwehr von monetären Störungen zwischen 1898 und 1913 mehr als sechszigmal in einer Bandbreite von vier beziehungsweise fünf Prozentpunkten variiert werden mußte, änderte die Banque de France in dieser Periode nur vierzehnmal ihren Leitzins in der engen Bandbreite von zwei Prozentpunkten.<sup>214</sup> Aufgrund der Stabilität des Finanzsystems war das Sparverhalten der Haushalte durch die bevorzugte Anlage in langfristigen Anleihen heimischer und ausländischer Emittenten geprägt.

Der Erste Weltkrieg beendete diese Periode der Stabilität. Er führte in Frankreich zu großen Veränderungen im Finanzsystem. So mußte im August 1914 ein Moratorium auf die Einlösepflicht von Banken bei Sichteinlagen erlassen werden (gültig bis Dezember 1914), was zu einer Vertrauenskrise in das Geschäftsbankensystem und einen dauerhaften Rückgang der Bankeinlagen führte. Zudem kam es im Zuge der Kriegsfinanzierung zum ersten Mal zu einer nennenswerten Staatsverschuldung. Die Kreditlinien des Schatzamts (Trésor) bei den Banken wurden deutlich erhöht.<sup>215</sup> Der Anteil der Zentralbank bei der Kreditvergabe an die Wirtschaft in Form einer erhöhten Notemission stieg aufgrund der Bankenkrise zudem auf ein Drittel. Entsprechend verdreifachte sich die Geldmenge M2, was zu Inflationsraten von nahezu 30% führte.<sup>216</sup>

<sup>213</sup> Vgl. Herr (1992), S. 281, Fußnoten 1 und 2.

<sup>214</sup> Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 11-15.

<sup>215</sup> Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 23-27.

<sup>216</sup> Vgl. Eichengreen (1985), S. 5.

Der Trésor übernahm außerdem durch die Ausgabe kurzfristiger, revolvingender Kriegsanleihen (*bons de la défense nationale*) anstelle der Geschäftsbanken die Funktion einer Bank für Spareinlagen.<sup>217</sup> Mit den hereingenommenen Spareinlagen finanzierte der Trésor einen Großteil der Staatsausgaben. Diese erhöhten durch ihre Verausgabung das Volkseinkommen, dadurch wuchs das absolute Sparvolumen, und die Einlagen beim Trésor nahmen weiter zu. Auf diese Weise entstand ein geschlossener Finanzierungskreislauf, der die Staatsausgaben direkt als Einlagen an das Finanzministerium zurückfließen ließ. Dies verhinderte eine noch stärkere monetäre Finanzierung der Kriegslasten.<sup>218</sup>

Insgesamt betrachtet wurde in dieser Zeit der Grundstein für die dominierende Rolle des französischen Staates im Finanzsektor gelegt. Der Franc blieb trotz der kriegsbedingt entstehenden Leistungsbilanzdefizite erstaunlich stabil. Unterstützt wurde er zuerst von der Repatriierung französischer Auslandskredite der Vorkriegszeit, 1915 durch die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, 1916 durch den Abschluß eines Wechselkursabkommens mit Großbritannien und schließlich in der Endphase des Krieges durch Auslandskredite der USA.

Nach dem Ersten Weltkrieg beschlossen die wichtigsten Industrienationen auf der Konferenz von Genua 1922, den Goldstandard so schnell wie möglich wieder einzurichten. Während Großbritannien relativ frühzeitig mit der Vorkriegsparität zum Goldstandard zurückkehrte, verhinderten wirtschaftliche Probleme (mangelnde Produktionskapazitäten, daraus resultierend hohe Importe und Handelsbilanzdefizite, hohe Inflationsraten und nach Beendigung des Wechselkursabkommens starke Franc-Abwertungen<sup>219</sup>) sowie eine aufgrund der Goldabflüsse und der expansiven Geldmengepolitik während des Krieges von 80% auf 18% gesunkene Golddeckung des Notenumlaufs einen sofortigen Beitritt Frankreichs.

Frankreich nutzte die fehlende Wechselkursrestriktion für eine expansive Fiskalpolitik mit dem Ziel eines staatlich gesteuerten Wiederaufbaus. Die Regierung verschuldete sich dabei im Glauben, die Staatsverschuldung mit Hilfe der Reparationsleistungen Deutschlands in wenigen Jahren tilgen zu können (siehe Tabelle F.5).<sup>220</sup> Als auf der Konferenz in Genua keine Einigung der Siegermächte über die deutschen Reparationsleistungen erreicht werden konnte, setzte eine massive Kapitalflucht aus Frankreich ein, und der Franc wertete ab. Als Ende 1923 auch die Besetzung des Ruhrgebiets nicht die erhofften Reparationsleistungen erbrachte, scheiterte die Emission neuer Staatsanleihen, da viele Anleger eine Rückzahlung als gefährdet ansahen. Internationale Spekulationen gegen den Franc konnten nur durch ausländische Kredite und eine vertrauensbildende Rückführung des Haushaltsdefizits mittels einer Erhöhung der indirekten Steuern abgewehrt werden. Der Wahlsieg einer Mitte-Links-Koalition, die die

<sup>217</sup> Diese Einlagen wurden nach dem Krieg auf die neugegründeten Postsparkassen, Volksbanken und Sonderkreditinstitute übertragen.

<sup>218</sup> Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 22f.

<sup>219</sup> Von April 1922 bis März 1924 wertete der Dollar gegenüber dem Franc um fast 160% auf. Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 38.

<sup>220</sup> Vgl. Dornbusch (1996), S. 8.

Einführung einer Kapitalertragsteuer befürwortete<sup>221</sup> und sich weigerte, den Nominalzins von 6,25% bei einer zweistelligen Inflationsrate zu erhöhen,<sup>222</sup> führte Mitte 1924 zusammen mit Befürchtungen wieder steigender Budgetdefizite endgültig zu einem Käuferstreik bei französischen Staatsanleihen. Das Kapital wurde stattdessen in die USA oder nach Großbritannien exportiert, wo eine positive Realverzinsung vorlag. Dadurch geriet der Franc unter Abwertungsdruck, was über erhöhte Importpreise zu einem weiteren Anstieg der Inflation führte.

Tabelle F.5: Kennzahlen der Staatsverschuldung im Frankreich der zwanziger Jahre

<b>Jahr</b>	<b>Schuldenstandsquote</b> (in % des BIP)	<b>Defizitquote</b> (in % des BIP)
1913	66,6	n.a.
1920	226,7	26,4
1921	283,0	21,7
1922	257,2	12,7
1923	256,9	9,8
1924	201,1	3,2
1925	219,7	1,9
1926	157,8	0,5

Quelle: Dornbusch (1996), S. 9

Kernproblem der französischen Regierung war der sehr hohe kurzfristige Anteil der Staatsverschuldung,<sup>223</sup> der ständig revoliert werden mußte. Da dies über die Finanzmärkte nicht mehr möglich war, nahm die Regierung Kredite bei Banken mit der Absprache auf, daß die Banque de France diese Kredite rediskontieren würde. Es erfolgte also eine verbotene Monetarisierung der Staatsverschuldung durch die Notenbank auf indirektem Wege.<sup>224</sup> Dies beschleunigte die im Zuge der expansiven Fiskalpolitik seit 1922 schon gestiegene Inflationsrate weiter.<sup>225</sup> Als die über den gesetzlichen Rahmen hinausgehende Verschuldung der Regierung bei der Notenbank und die Fälschung von entsprechenden Statistiken bekannt wurde, mußte die Regierung zurücktreten. Es folgte eine Periode der politischen Instabilität. Zwischen April 1925 und Juli 1926 gab es sechs Regierungen. Die wirtschaftlichen und politischen Bedingungen in Frankreich führten erneut zu massiven Abwertungen des Franc. 1926 wurde von einer Mitte-Rechts-Regierung unter Poincaré ein Stabilisierungsprogramm gestartet. Durch die

<sup>221</sup> Die Regierung verfolgte dabei im wesentlichen distributionspolitische Ziele. Eine Senkung indirekter Steuern sollte ärmere Bevölkerungsschichten entlasten und durch eine Erhöhung direkter Steuern finanziert werden.

<sup>222</sup> Vgl. Makinen/Woodward (1989), S. 205.

<sup>223</sup> 1924 betrug der Anteil der sehr kurzfristigen bons de la défense nationale 46,6%, vgl. Makinen/Woodward (1989), S. 193.

<sup>224</sup> Vgl. Prati (1991), S. 228.

<sup>225</sup> Im Juli 1926 betrug die monatliche Inflationsrate 13% (vgl. Prati (1991), S. 213) und zwischen Mai und Juli wertete der Dollar gegenüber dem Franc mit einer Jahresrate von 490% auf, vgl. Makinen/Woodward (1989), S. 195. Ein Vorteil der hohen Inflation war die reale Entwertung der hohen Staatsverschuldung, vgl. Gottlieb (1952), S. 367.

Ablehnung der Kapitalertragsteuer, eine Erhöhung der indirekten Steuern zum Abbau der Budgetdefizite und zur Finanzierung der anfallenden Tilgungszahlungen, eine geringe Erhöhung der Nominalzinsen auf Staatsanleihen, die Gründung einer gesonderten Schuldenverwaltungsbehörde und Kredite von Privatbanken gelang es der Regierung, die Inflationserwartungen zu senken, eine positive Realverzinsung der Staatsanleihen herbeizuführen, das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen und eine weitere Monetarisierung der Staatsverschuldung zu vermeiden.<sup>226</sup>

Erstaunlich schnell stabilisierte sich der Franc binnen- wie außenwirtschaftlich wieder, so sanken die Großhandelspreise zwischen Juni 1926 und Oktober 1927 um 20%.<sup>227</sup> Basis für den Erfolg der Maßnahmen war die Zurückgewinnung der politischen Glaubwürdigkeit durch die Bildung einer stabilen, handlungsfähigen Regierung.<sup>228</sup> Die Aufwertung des Franc war so stark, daß die Banque de France sogar Franc im Zuge von Devisenmarktinterventionen verkaufen und ihre Währungsreserven erhöhen konnte. Die hohe Zunahme der Währungsreserven innerhalb weniger Monate ließ das Vertrauen der Finanzwelt in den Franc in einem sich selbst verstärkenden Prozeß weiter steigen. Schließlich kehrte der Franc 1928 zu einer gegenüber dem britischen Pfund unterbewerteten Parität in den Goldstandard zurück.<sup>229</sup> Diese Art des Handelsprotektionismus ersetzte die expansive Fiskalpolitik als Stütze der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und resultierte in anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüssen. Eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs seit 1928 und das gestiegene Vertrauen in den Franc führten außerdem zu Kapitalbilanzüberschüssen. Die Zahlungsbilanzüberschüsse hatten eine weitere Zunahme der Goldbestände bei der Banque de France zur Folge, die jedoch eine Sterilisationspolitik betrieb,<sup>230</sup> so daß der Goldmengen-Preis-Zahlungsbilanzausgleichs-Mechanismus des Goldstandards nicht mehr greifen konnte.<sup>231</sup>

<sup>226</sup>In welchem Ausmaß eine restriktive Fiskalpolitik in Verbindung mit einem Abbau der Budgetdefizite oder die Änderung der Geldpolitik in Richtung einer Flexibilisierung der Nominalzinsen entscheidend war, ist in der Literatur umstritten. Sargent (1986), Eichengreen/Wyplosz (1986) und Yeager (1981) betonen ersteren Punkt, während z.B. Prati (1991) und Makinen/Woodward (1989) darauf hinweisen, daß das Budget 1925-26 schon nahezu ausgeglichen war. Sie betonen stattdessen, daß die hohe Staatsverschuldung aufgrund einer zu niedrigen Fixierung der Nominalzinssätze auf Staatsanleihen und des daraus in Verbindung mit der Vertrauenskrise resultierende Käuferstreiks zu einer Monetarisierung der Staatsschulden führte, die Auslöser des Inflationsprozesses war. Kindleberger (1993) betont außerdem die Rolle, die negative Erwartungen der Kapitalanleger bei der Krise spielten.

<sup>227</sup>Vgl. Sargent (1986), S. 116 und Alesina (1988), S. 52-55.

<sup>228</sup>Vgl. Alesina (1988), S. 58.

<sup>229</sup>Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 65.

<sup>230</sup>Mehrere Stellen weisen darauf hin, daß es sich dabei nicht um eine bewußte politische Entscheidung der Banque de France handelte, sondern daß institutionelle Änderungen im Zuge der Franc-Stabilisierung durch Poincaré wie z.B. eine gesetzliche Einschränkung der Offenmarktpolitik und die aufgrund der Inflationserfahrungen der frühen zwanziger Jahren bevorzugte Anlage von Spargeldern in Goldmünzen zu einer unter-proportionalen Zunahme der Geldmenge führten. Vgl. Bernanke (1993a), S. 258f., Eichengreen (1985), S. 16-21 und S. 29-32 sowie Makinen/Woodward (1989), S. 1f.

<sup>231</sup>Hamilton (1987), S. 146f. sieht in der restriktiven Geldpolitik Frankreichs in Verbindung mit der Attrahierung hoher Goldbestände und der dadurch erzwungenen Geldmengenkontraktion in den Goldexportländern den Auslöser für die Weltwirtschaftskrise. Verstärkt wurden die restriktiven Auswirkungen der französischen Geldpolitik auf die Weltwirtschaft durch die Politik der USA.



Als das System des Goldstandards 1931 mit der Suspendierung der Goldbindung des Pfundes de facto zerbrach,<sup>232</sup> behielt Frankreich zusammen mit anderen Ländern des sogenannten Goldblocks eine feste Parität des Franc zum Gold bei.<sup>233</sup> Frankreich entwickelte als Führungsnation des Goldblocks Ambitionen, den Franc zu einer internationalen Leitwährung in Konkurrenz zum Dollar auszubauen. Dies erforderte eine deflationäre Wirtschaftspolitik (von 1929 bis 1936 sank die Geldmenge leicht), die zusammen mit der sich aufgrund der Pfund- und Dollarabwertungen allmählich entwickelnden Überbewertung des Franc die Wirtschaftslage und Budgetsituation in Frankreich verschlechterte. Schließlich mußte der Franc 1936 ebenfalls seine Goldbindung aufgeben und abwerten, der Goldstandard brach endgültig zusammen.<sup>234</sup> Im Tripartite-Abkommen des gleichen Jahres versuchten Frankreich, Großbritannien und die USA den eingetretenen Abwertungswettlauf zu beenden und ihre Wechselkurse untereinander durch eine währungspolitische Kooperation zu stabilisieren, was bis zum Ausbruch des Krieges auch gelang.<sup>235</sup> Die französische Initiative, ein dem Goldstandard ähnelndes Festkurssystem aufzubauen, wurde von den USA und Großbritannien jedoch abgelehnt.<sup>236</sup>

Frankreichs Versuch in der ersten Hälfte der dreißiger Jahre, mittels einer deflationären Wirtschaftspolitik den Franc als Leitwährung zu etablieren, scheiterte somit, da es in der Währungskonkurrenz gegenüber den USA ebenso unterlegen war wie Großbritannien in den zwanziger Jahren.

Unter einer Linksregierung wurde daraufhin zur Wiederankurbelung der Wirtschaft eine expansive Einkommens-, Fiskal- und Geldpolitik betrieben, die erneut zu hohen Preissteigerungen und Abwertungsraten führte. Zwischen September 1936 und November 1938 verlor der Franc fast 60% seines Goldwertes. Aus der Hartwährung Franc war bis zum Ausbruch des Zweiten Weltkriegs wieder eine Schwachwährung geworden.<sup>237</sup>

Ähnlich wie während des Ersten Weltkriegs stieg im Zweiten Weltkrieg die Bargeldhaltung zu Lasten der Bankeinlagen stark an und führte in Verbindung mit der zur Kriegsfinanzierung notwendigen expansiven Fiskal- und Geldpolitik zu einer erneut starken Ausdehnung der Geldmenge. Die Verschuldung des Staates war dabei aufgrund eines höheren Monetarisierungsgrades für 82% der Geldschöpfung verantwortlich.<sup>238</sup>

Besonders auffallend an der französischen Geldpolitik zwischen 1878 und 1945 waren die starken Schwankungen der Wertentwicklung des Franc. Unter linksgerichteten

---

Diese ging ebenfalls zu einer restriktiven Geldpolitik über, um weitere Goldabflüsse nach Frankreich zu vermeiden und die übertriebene Börsenspekulation zu bremsen.

<sup>232</sup>Die USA löste im April 1933 die Goldbindung des Dollars.

<sup>233</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 68.

<sup>234</sup>Vgl. Bermanke (1993a), S. 254-256.

<sup>235</sup>Für eine ausführliche Darstellung der schwierigen Verhandlungen siehe Clarke (1977).

<sup>236</sup>Vgl. Bordo/Simard/White (1994b), S. 6.

<sup>237</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 80-89.

<sup>238</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 92f.

Regierungen wurde eine zu expansive Wirtschaftspolitik betrieben, die zu sehr hohen Inflationsraten und drastischen Abwertungen des Franc führte. Unter rechtsgerichteten Regierungen wurde dann eine restriktive Geldpolitik zur Stabilisierung des Franc durchgeführt. Doch auch dabei schoß man über das Ziel hinaus und versuchte mittels einer deflationären Politik den Franc sogar zur internationalen Leitwährung aufzubauen. Die Folge war ein Einbruch der Wirtschaftsentwicklung, der zur Abwahl der jeweiligen Regierung führte, so daß der Zyklus von vorne begann.

## **2. Die französische Geldpolitik nach dem Zweiten Weltkrieg (1945-66): Die Instrumentalisierung der Geldpolitik für das Wachstumsziel<sup>239</sup>**

Hervorstechende Kennzeichen der französischen Wirtschaftspolitik nach dem Zweiten Weltkrieg waren die Dominanz des Wachstumsziels,<sup>240</sup> das zugleich die Vollbeschäftigung sicherstellen sollte, und der hohe Interventionsgrad des Staates in der Wirtschaft.<sup>241</sup> Letzteres fand im Finanzsystem in einem umfassenden Verstaatlichungsprogramm und in einer selektiven Kreditpolitik der Administration Ausdruck. So wurde eine Vielzahl von Finanzinstitutionen, unter anderem die Banque de France und die vier Großbanken, verstaatlicht, um der Regierung eine gezielte, direkte Kontrolle über die Kreditentwicklung zu ermöglichen. Die Geldpolitik sollte in Frankreich ähnlich wie in Großbritannien über die Gewährleistung eines niedrigen Zinsniveaus und der damit verbundenen Investitionsförderung der Zielerreichung dienen.<sup>242</sup> Im Zuge dieser Politik des billigen Geldes legte die Regierung die Zinssätze über alle Laufzeiten erst direkt fest, später wurde der Zusammenhang zwischen Marktzinsniveau und Kreditzinsniveau durch eine Subventionierung von Krediten aufgehoben.<sup>243</sup> Der interventionistischen Tradition der französischen Wirtschaftspolitik folgend lag die geldpolitische Kompetenz dabei vollständig bei der Regierung, die formale Entscheidungsgewalt hatte der Conseil National du Crédit (CNC) unter Vorsitz des Finanzministers.<sup>244</sup>

Zusätzlich wurde die Geldpolitik intensiv für ordnungs- und strukturpolitische Zwecke eingesetzt. Der Staat lenkte über Vorschriften oder Subventionen, beziehungsweise als Bankeigentümer direkt, Kreditmittel in die Wirtschaftssektoren und Unternehmen, die er für das Erreichen einer hohen Wachstumsrate für besonders förderungswürdig hielt (selektive Kreditpolitik).<sup>245</sup> Die Liquiditätspräferenz der französischen Sparer führte

<sup>239</sup>Für einen Überblick über eine Auswahl volkswirtschaftlicher Kennzahlen Frankreichs nach dem Zweiten Weltkrieg siehe Tabelle F.8 am Ende von Kapitel F.III.

<sup>240</sup>Historisch begründet mit den im internationalen Vergleich niedrigen französischen Wachstumsraten seit 1870.

<sup>241</sup>In Frankreich dominierte das ordnungspolitische Konzept einer staatlichen Planung (planification) des Wirtschaftsgeschehens im Gegensatz zu einer Steuerung durch den Marktmechanismus. Mit Hilfe von Plänen, der Verstaatlichung von Unternehmen und einer selektiven Geldpolitik steuerte der Staat insbesondere das Investitionsverhalten. Vgl. Lerch (1983), S. 18f. und S. 29-38.

<sup>242</sup>Außenwirtschaftlich wurde die expansive Politik durch Kapitalverkehrskontrollen abgesichert. Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 149-151 und Lerch (1983), S. 98-102.

<sup>243</sup>Ende der siebziger Jahre lag der Anteil der zinssubventionierten Kredite zwischen 40% und 50%. Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 10, Icard (1994b), S. 12 und Mélitz (1991), S. 1.

<sup>244</sup>Im CNC saßen auch Vertreter der Großbanken, so daß die Banque de France das Gremium zur Umsetzung ihrer Kreditpolitik mittels moral suasion nutzen konnte.

<sup>245</sup>Vgl. Icard (1994b), S. 12.

bei Industrieunternehmen zu einem Mangel an langfristig verfügbarem Fremdkapital. Staatlich kontrollierte Sonderkreditinstitute stellten deshalb die für Investitionen benötigten Langfristkredite zur Verfügung. Die Refinanzierung erfolgte dabei durch Mittel des im nächsten Abschnitt beschriebenen circuit du Trésor und durch die staatlich garantierte Rediskontierung der Kredite bei der Zentralbank. Die Banque de France war dadurch zur Geldschöpfung gezwungen. Dies bedeutete, daß die öffentliche Hand bei der Finanzierung der Wirtschaft die entscheidende Rolle spielte, entweder direkt über das Budget oder indirekt über Spezialkreditinstitute zu staatlich bestimmten, günstigen Konditionen. Finanzmärkte waren kaum entwickelt, und die Geschäftstätigkeit privater Banken war aufgrund der staatlichen Aktivitäten im mittel- und langfristigen Kreditbereich auf kurzfristige Überziehungskredite beschränkt.<sup>246</sup> Die betonte Förderung der Investitionen führte zu hohen Budgetdefiziten und einer starken Expansion der Bankkredite. Zusammen mit den Konstruktionsmerkmalen des Finanzsystems, mit hohen Lohnzuwächsen und mit einer akkommodierenden Geldpolitik entwickelte die französische Volkswirtschaft eine hohe Inflationsneigung, worauf im folgenden noch ausführlicher eingegangen werden soll.

Die Finanzierung der insbesondere in der Wiederaufbauzeit hohen Budgetdefizite und die Refinanzierung der Sonderkreditinstitute erfolgte durch einen geschlossenen Finanzierungskreislauf (circuit du Trésor).<sup>247</sup> Höhere Staatsausgaben führten zu einem Anwachsen der kurzfristigen Bankeinlagen, die von den Banken, den Postsparkassen und insbesondere der Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) entweder aufgrund gesetzlicher Bestimmungen<sup>248</sup> oder aufgrund des hohen staatlichen Einflusses auf das Geschäftsverhalten der Banken zum Kauf kurzfristiger Staatspapiere oder direkt zur Bildung von Einlagen beim Trésor verwendet wurden.<sup>249</sup> Der Staat förderte außerdem den Zufluß von Mitteln in den Finanzierungskreislauf, indem er die Bildung von Spareinlagen bei den öffentlich-rechtlichen Finanzinstituten gegenüber den privaten Geschäftsbanken durch eine steuerliche Sonderbehandlung begünstigte.<sup>250</sup> So entstand ein geschlossener Finanzierungskreis, in dem das Schatzamt ähnlich wie das Bankensystem über Einlagen zur Geldschöpfung befähigt wurde.

Dieser circuit du Trésor war aber mit einem gravierenden Nachteil versehen. Bankeinlagen stellten einen täglich fälligen Anspruch auf Bargeld dar und konnten so von den Sparern bei Vertrauenskrisen oder bei steigenden Inflationserwartungen im Zuge einer Erhöhung der Bargeldhaltung und der Konsumneigung problemlos abgezogen werden.

<sup>246</sup>Vgl. Quintyn (1993), S. 277. Die sich aufgrund dieser Politik ergebende Spezialisierung der Banken wurde in Kapitel D.III.1. beschrieben.

<sup>247</sup>Vgl. auch im folgenden Patat/Lutfalla (1990), S. 122-124 und Loriaux (1991), S. 149-151.

<sup>248</sup>Seit 1948 mußten die Banken einen bestimmten Teil ihrer Aktiva in Staatspapieren halten. Der Mindestbestand an Staatsanleihen berechnete sich als Summe aus 95% des Staatsanleihenbestandes von 1948 plus 20% der jährlichen Änderungsrate der monetären Verbindlichkeiten der Kreditinstitute. Vgl. Loriaux (1991), S. 149f. Ein stabilisierender geldpolitischer Nebeneffekt dieser Verpflichtung war die Reduzierung des Kreditmultiplikators der Banken durch die Bindung der Aktiva in Staatspapieren. 1956 wurde das System leicht verändert.

<sup>249</sup>Vgl. Nardozzi (1983), S. 13.

<sup>250</sup>Dementsprechend sank der Anteil der Privatbanken an den Einlagen von 56% Ende des Krieges auf 37% 1966 ab. Vgl. Méritz (1991), S. 2.

Der kurzfristige Charakter der Finanzierung über Bankeinlagen zwang die Banque de France in Notzeiten deswegen dazu, zur Vermeidung einer vom Trésor verursachten Bankenkrise die Geldmenge auszudehnen und damit indirekt die Staatsverschuldung monetär zu alimentieren. Dadurch wurde die inflationäre Entwicklung in einem sich selbstverstärkenden Prozeß noch verschärft.<sup>251</sup> Doch selbst bei stabilen Rahmenbedingungen führte die Zunahme der Bankeinlagen durch die Staatsausgaben zu einer indirekten Ausdehnung der Geldmenge, da die damit verbundene Erhöhung der Bankaktiva den Kreditinstituten eine erweiterte Geldschöpfung in Form einer Ausdehnung des Kreditgeschäfts gestattete.<sup>252</sup>

Im Rahmen des Währungssystem von Bretton Woods führte die lockere Geldpolitik periodisch zu Abwertungen des Franc,<sup>253</sup> die von den französischen Regierungen zum Ausgleich des Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit und zur Förderung des Exportgeschäfts akzeptiert wurden.<sup>254</sup> Eine Steuerung der internationalen Kapitalströme mit dem Ziel der Aufrechterhaltung der Franc-Parität erfolgte durch eine enge Anlehnung des Tagesgeldzinssatzes an den US-amerikanischen Dreimonatszins.<sup>255</sup>

Nach dem Krieg entschied man sich in Frankreich dafür, den Liquiditätsüberhang nicht wie in anderen Ländern durch eine straffe Deflationpolitik abzubauen. Stattdessen wollte man über staatlich gelenkte Investitionspläne das Güterangebot rasch ausdehnen, um so dem monetären Überhang reale Güter gegenüberzustellen und hohe Inflationsraten vermeiden zu können.<sup>256</sup> Dem Planifications-Gedanken entsprechend beabsichtigte man zudem, über eine qualitative und quantitative Kontrolle der Bankkredite einen Rückgang des Geldmengenwachstums und der Preissteigerungen herbeizuführen, ohne in Widerspruch zum Wachstumsziel zu geraten. So mußten seit dem Frühjahr 1947 Großkredite über 30 (ab 1948 über 50) Millionen Francs von der Banque de France genehmigt werden. Bedingung hierfür war der Nachweis des Antrag-

<sup>251</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 152f.

<sup>252</sup>Um diese negativen Effekte zu vermeiden, waren französische Regierungen stets bemüht, die Bereitschaft der Bevölkerung zur Bildung von Geldkapital durch die Anlage der Spargelder in längerfristige Staatsanleihen oder Bankschuldverschreibungen zu fördern und die Liquiditätspräferenz der Haushalte abzubauen. Hierzu zählte unter anderem die weiter unten beschriebene Sonderregelung für über langfristige Bankschuldverschreibungen refinanzierte Kredite. Ein anderes Beispiel ist der Versuch, die Fristigkeit der Unternehmensverschuldung durch die Subventionierung mittelfristiger Ausrüstungskredite zu verlängern. Die Mittel für diese Kredite wurde über ein eigens geschaffenes, steuerlich gefördertes Anlageprodukt, die *compte pour le développement industriel* (CODEVI), eingesammelt. Durch die beständige negative Realverzinsung war der Erfolg der Maßnahmen aber relativ gering.

<sup>253</sup>Dieser war 1946 mit einer Parität von 111,107 Francs je Dollar dem Währungssystem beigetreten. Monatliche Inflationsraten von 5% erforderten 1948 vorübergehend den Aufbau eines Systems multipler Wechselkurse gegenüber dem Dollar und kurz hintereinander zwei Abwertungen bis zu einem Mittelkurs von 264 Francs je Dollar. Der IWF sah darin einen Vertragsverstoß und sperrte bis 1952 Frankreich den Zugang zu IWF-Krediten. 1949 erfolgte eine Vereinheitlichung der Kurse und eine weitere Abwertung auf 350 Francs je Dollar. Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 129f.

<sup>254</sup>Vgl. Icard (1994c), S. 242.

<sup>255</sup>Vgl. Lerch (1983), S. 122.

<sup>256</sup>Ein weiterer Grund, warum man strikte geldpolitische Maßnahmen wie eine Währungsreform vermied, war die labile innenpolitische Lage und die Befürchtung sozialer Unruhen. Vgl. Loriaux (1991), S. 109-116, Hirschman/Rosa (1949), S. 348 und Casella/Eichengreen (1991), S. 28-30.

stellers, daß er Liquidität nicht aus anderen Quellen wie beispielsweise dem Verkauf von Lagerbeständen erhalten konnte und daß der Kredit einer volkswirtschaftlich nützlichen Investition diene.<sup>257</sup>

Diese Politik wies jedoch Mängel auf und war deshalb nicht erfolgreich. So waren anfänglich Handelswechsel von der Regulierung mit der Begründung ausgenommen, daß ihnen realwirtschaftliche Transaktionen zugrundeliegen würden und sie deshalb keine inflationäre Wirkung haben könnten. Die Wirtschaftssubjekte umgingen deshalb die Kreditkontrolle durch eine Ausdehnung der Wechselkredite. Zudem wurde das Genehmigungsverfahren von der Banque de France nicht streng gehandhabt, so daß fast keine restriktive Wirkung erzielt wurde.<sup>258</sup> Das resultierende hohe Geldmengenwachstum und die entstehenden hohen Inflationsraten führten zu einer negativen Realverzinsung langfristiger Anleihen. Deshalb gelang es nicht, das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen und die früher sehr bedeutenden französischen Finanzmärkte wieder aufzubauen.<sup>259</sup>

Für die Unternehmensfinanzierung hatte dies weitreichende Konsequenzen. Da sie kein Kapital auf den Finanzmärkten aufnehmen konnten und die Selbstfinanzierungsquote aufgrund der durch Streiks erzwungenen hohen Lohnsteigerungen niedrig war, blieb ihnen nur der Weg über die Banken. Finanzierungs- und Liquiditätslücken wurden durch mittelfristige, subventionierte Kredite der Sonderkreditinstitute oder durch das Überziehen von Konten bei den Geschäftsbanken geschlossen. Die Banken refinanzierten sich ihrerseits fast ausschließlich über die Rediskontierung dieser Kredite bei der Banque de France, da auch sie kein Kapital auf den Finanzmärkten aufnehmen konnten. So wurde frühzeitig nach dem Krieg der Grundstein für eine Verschuldungswirtschaft<sup>260</sup> gelegt.

Die geldpolitischen Folgen dieses Systems waren weitreichend. Die Unternehmen waren finanziell von den Banken abhängig, und diese wiederum waren auf die Zentralbank als ihrer einzigen beständigen Refinanzierungsquelle angewiesen. An sich bedeutete dies einen hohen Einfluß der Notenbank. Da diese aber politisch für die Stabilität des Finanzsystems verantwortlich war, mußte sie das Überleben der Banken in Krisenzeiten sichern. Zusätzlich garantierte der Staat die wirtschaftliche Existenz der Unternehmen.<sup>261</sup> Diese Konstellation erzeugte in der französischen Volkswirtschaft ein doppeltes moral hazard-Problem.<sup>262</sup> Die Existenzgarantie des Staates ließ die

<sup>257</sup> Vgl. Conseil National du Crédit (1948), S. 955. Zusätzlich wurde ein Liquiditätskoeffizient eingeführt, der den Banken vorschrieb, 60% ihrer Sichteinlagen in liquiden Mitteln zu halten. Er diente der Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit der Banken. Im Gegensatz zu anderen Ländern strebte man in Frankreich ursprünglich mit Hilfe dieses Instruments keine Einschränkung des Geldschöpfungsmultiplikators und somit des Kreditwachstum an. Vgl. Hirschman/Rosa (1949), S. 358.

<sup>258</sup> Vgl. Hirschman/Rosa (1949), S. 350-353.

<sup>259</sup> Vgl. Loriaux (1991), S. 98.

<sup>260</sup> Siehe Kapitel D.III.2.

<sup>261</sup> Beispiele dieser staatlichen Garantie waren periodische Abwertungen des Franc zur Wiederherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und die Vergabe direkter Beihilfen bei Konkursbetrieben.

<sup>262</sup> Vgl. auch im folgenden Loriaux (1991), S. 76f.



Unternehmen in ihrem Bestreben nach Wettbewerbsfähigkeit und in ihrem Widerstand gegen Lohnerhöhungen nachlässig werden. Bei Liquiditätsengpässen erhielten sie durch die Vermittlung des Staates problemlos Zugang zu Bankkrediten. Die Banken ihrerseits hatten aufgrund der Garantie der Zentralbank keinen Anlaß, Kredite z.B. wegen mangelnder Bonität oder eigenem Liquiditätsmangel zu verweigern. Die Banque de France konnte wegen der Existenzgarantie und der hohen Abhängigkeit der Banken den Kreditinstituten den Zugang zu Zentralbankkrediten nicht verweigern und war deshalb zur monetären Alimentierung des Kreditwachstums gezwungen. Das System der Verschuldungswirtschaft führte deshalb aufgrund der Wachstumsorientierung der französischen Wirtschaftspolitik in Kombination mit der Existenzgarantie für Unternehmen und Banken zu einer inflationären Grundtendenz in Frankreich.

Nach dem Zweiten Weltkrieg gelang es Frankreich erst 1948 mittels einer Straffung der geld- und fiskalpolitischen Zügel und mit Hilfe der Mittel des Marshall-Plans,<sup>263</sup> die Budgetdefizite, die Lohnzuwächse und die Inflationsraten abzubauen und eine allgemeine Stabilisierung der Volkswirtschaft herbeizuführen.<sup>264</sup> Geldpolitisch trug dazu die Einbeziehung von Handelswechseln in die Kreditkontrolle, die Einführung einer quantitativen Begrenzung der Rediskontfazilitäten der Banken bei der Zentralbank (Rediskontkontingente) und das Mindestreservesystem in Staatspapieren bei.<sup>265</sup>

Doch bereits 1951 stieg die Inflationsrate aufgrund der konjunkturellen Überhitzung im Zusammenhang mit dem Korea-Boom wieder auf über 20% und löste eine neue Franc-Krise aus.<sup>266</sup> Der Regierung Pinay erreichte im Rahmen des zur Lösung der Krise entwickelten Notplans die Rückführung der Preissteigerungsraten, indem sie den Liquiditätsüberhang durch die Ausgabe einer steuerfreien, am Goldpreis indizierten und damit inflationssicheren Anleihe in Geldkapital umwandelte, so daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, unterstützt durch eine Verringerung der Staatsausgaben, sank.<sup>267</sup>

1956/57 führte eine expansive Wirtschaftspolitik, die durch Streiks erzwungen worden war, steigende US-Zinsen, die Suez-Krise und der Algerienkrieg erneut zu spekulativem Druck auf den Franc.<sup>268</sup> Höhere Inflationsraten konnten nur durch Preiskontrollen unterdrückt werden. Die 1957 neu gewählte Regierung mußte deshalb zu rigorosen

<sup>263</sup>Die Marshall-Hilfe wurde zur Verringerung des Budgetdefizits genützt, wodurch das Geldmen-genwachstum aufgrund des geringeren Geldschöpfungsbedarfs zurückgeführt werden konnte. Vgl. Saint-Paul (1993), S. 14.

<sup>264</sup>Die explizite Betonung der staatlichen Investitionsförderung zugunsten des Wachstumsziels und langanhaltende Verteilungskämpfe in Form hoher Lohnforderungen und Streiks führten im Ver-gleich zu Italien, wo zur Stabilisierung der Volkswirtschaft und zur Erhöhung der Währungsreser-ven die gesamtwirtschaftliche Nachfrage einschließlich der Investitionen gedrückt wurde, zu höhe-ren Budget- und Handelsbilanzdefiziten und einer achtzehnmonatigen Verzögerung der Preisstabi-lisierung. Vgl. Casella/Eichengreen (1991), S. 23-30 und Patat/Lutfalla (1990), S. 143-152.

<sup>265</sup>Vgl. Hirschman/Rosa (1949), S. 354-356.

<sup>266</sup>Vgl. Saint-Paul (1993), S. 15f.

<sup>267</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 137f.

<sup>268</sup>Spekulative Attacken waren aufgrund der Unvollkommenheit der Kapitalverkehrskontrollen mög-lich. Vgl. Saint-Paul (1993), S. 17-19.



Maßnahmen greifen.<sup>269</sup> In einem weiteren Notplan wurde zum ersten Mal im Februar 1958 eine Begrenzung der Kreditvergabe der Banken (*encadrement du crédit*) zur Dämpfung des Geldmengenwachstums eingeführt. Unterstützt wurde diese Politik der Kreditplafondierung durch eine strikte Zinspolitik. Zusätzlich wurde durch die Rücknahme von Steuererleichterungen und durch Ausgabenkürzungen das Budgetdefizit deutlich reduziert.<sup>270</sup> Zur Beseitigung des Handelsbilanzdefizits wählte man eine Abwertungsstrategie. Der Franc wurde 1957 um 20% und 1958 um weitere 17,5% abgewertet.<sup>271</sup>

Die gewählten Maßnahmen erwiesen sich als effektiv. So sank die Rate des Kreditwachstums von 25% auf 1,5%, das Budgetdefizit reduzierte sich von 770 Mrd. Francs 1956 auf rund 260 Mrd. Francs 1958, das Handelsbilanzdefizit wurde bis 1959 abgebaut, die Inflationsrate sank von 25% im ersten Quartal 1958 auf 1,5% am Ende des Jahres.<sup>272</sup> Im Zuge der Stabilisierung führte man einen neuen Franc im Verhältnis 1:100 zum alten Franc ein. Die Kreditplafondierung wurde 1959 wieder aufgehoben, doch bereits 1963 führte eine Verschlechterung der Haushaltslage des Staates und eine übermäßige Kreditexpansion zu hohen Wachstumsraten der Geldmenge, so daß zur Stabilisierung erneut auf eine Politik der Kreditbegrenzung zurückgegriffen werden mußte. Zusätzlich erfolgte eine Erhöhung des Liquiditätskoeffizienten<sup>273</sup> auf 36%. Bereits 1965 wurden die geldpolitischen Zügel jedoch wieder gelockert, um ein größeres Wachstum erreichen zu können.<sup>274</sup>

In Frankreich entwickelte sich somit in noch ausgeprägterer Form als in Großbritannien der für eine in ein Festkurssystem eingebundene, wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik typische Stop-and-Go-Verlauf. Die über dem Durchschnitt anderer Industrieländer liegende französische Inflationsrate führte periodisch zu Spannungen um den Franc im Währungssystem von Bretton Woods. Der Internationale Währungsfonds (IWF) kritisierte deshalb im Zusammenhang mit der Franc-Krise 1957/58 die zu stark binnenwirtschaftlich auf Wachstum ausgerichtete französische Geldpolitik.<sup>275</sup>

<sup>269</sup>Das Ausmaß des Umbruches wurde politisch durch die Gründung der Fünften Republik verdeutlicht.

<sup>270</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 163f.

<sup>271</sup>Zuerst erfolgte eine mittelbare Abwertung durch die Einführung einer Importsteuer und einer Exportzulage, um Verhandlungen mit dem IWF vermeiden zu können. Etwas später wurde die offizielle Parität abgewertet. Parallel zur zweiten Abwertung wurde die Konvertibilität des Franc für Handelsbilanztransaktionen in Anlehnung an die britische Politik eingeführt. Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 164f.

<sup>272</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 165.

<sup>273</sup>Der neugestaltete Liquiditätskoeffizient sollte nun über eine Verringerung des Geldschöpfungsmultiplikators zu einem Rückgang des Kreditwachstums beitragen. Er schrieb den Banken vor, 30% ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten für den Ankauf von kurzfristigen Staatspapieren oder mittelfristigen, rediskontfähigen Krediten zu verwenden. Durch diese Bindung von Mitteln sollte den Banken die Ausdehnung ihrer Geschäftskredite und damit die Geldschöpfung erschwert werden. Jedoch führte diese Art von Mindestreserve in Staatspapieren und mittelfristigen Krediten, die einer Subventionierung der Sonderkreditinstitute und der Regierungsfinanzierung gleichkam, zu einer indirekten Monetarisierung der Budgetdefizite, da die Banken sich die notwendige Liquidität über die Rediskontfazität der Banque de France besorgten. Vgl. Quintyn (1991), S. 2, Fußnote 1.

<sup>274</sup>1967 wurden die letzten Kreditgrenzen dieser Phase aufgehoben.

<sup>275</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 157f.

Das wichtigste Instrument der Banque de France zu dieser Zeit war die Diskontpolitik. Diese wurde jedoch nicht aktiv genutzt, da über beständig günstige Konditionen Kredite, Investitionen und damit das Wachstum gefördert werden sollten, so daß eine geldpolitische Steuerung der Wirtschaft über dieses Instrument ausgeschlossen war. Das Fehlen entwickelter Kapitalmärkte und langfristiger Kundeneinlagen bei den Banken bedingte, daß sich diese nur bei der Banque de France refinanzieren konnten, also sehr stark von Zentralbankkrediten abhängig waren. Die französische Volkswirtschaft als typisches Beispiel einer Verschuldungswirtschaft, in der die Banken eine zentrale Rolle einnahmen, war daher in ihrer Stabilität von Finanzkrisen besonders bedroht. Die Notenbank war deshalb zur Vermeidung von Finanzkrisen dazu gezwungen, das Bankensystem über eine unbegrenzte Refinanzierungsfazität mit Zentralbankgeld zu versorgen.<sup>276</sup>

Eine Konsequenz für die Geldpolitik war die Ineffizienz restriktiver Maßnahmen. Während in Deutschland ein Rückgang der Liquiditätsreserven aufgrund einer restriktiven Bundesbankpolitik über einen Rückgang der Kreditschöpfung der Banken geldwertstabilisierende Effekte erzeugte, führte eine kontraktive Politik der Banque de France nur zu einer erhöhten Verschuldung der Banken bei der Zentralbank.<sup>277</sup> Eine weitere Folge des unbegrenzten Zugangs zu Zentralbankkrediten war daher, daß das Kreditvolumen vollkommen von der Kreditnachfrage bestimmt wurde, und die Geldmengenentwicklung damit endogen von der Kreditnachfrage abhängig wurde.<sup>278</sup>

Die Besonderheiten des monetären Sektors in Frankreich - die Heterogenität des Bankensystems, die geringe Ertragskraft der Banken, die Unterentwicklung und Segmentierung der Finanzmärkte, die Abhängigkeit der Volkswirtschaft als Verschuldungswirtschaft von Zentralbankkrediten - verhinderten somit zusammen mit einem aus wachstumspolitischen Erwägungen administrativ niedrig gehaltenen Zinsniveau und der Bevorzugung einer selektiven Kreditpolitik eine die Kreditnachfrage und das Geldmengenwachstum bremsende und damit preisstabilitätsfördernde Hochzinspolitik der Banque de France. Eine quantitative Beschränkung der Refinanzierungsfazität und eine zinspolitische Steuerung des Kreditwachstums waren deshalb unmöglich, so daß die Banque de France die Geldmengenentwicklung nicht kontrollieren konnte. Die aus den wirtschaftspolitischen Präferenzen, den Finanzstrukturen und der Abhängigkeit der Notenbank resultierende Unmöglichkeit der Anwendung des klassischen,

<sup>276</sup>Eigentlich bestanden von 1948 bis 1971 für alle Banken Rediskontkontingente, die die Kreditaufnahme der Banken zum unter dem Marktzinsniveau liegenden Diskontsatz begrenzen sollten. Seit 1951 konnten die Banken aber weitere Kredite zu einem höheren Zinssatz („enfer“, zu deutsch: Hölle) diskontieren. Zusätzlich war bei vielen, vom Staat geförderten Krediten eine zusätzliche Rediskontierung garantiert (siehe Fußnote 280), so daß de facto ein unbegrenzter Refinanzierungszugang zur Notenbank bestand. Vgl. Icard (1994b), S. 13 und Herschel (1985), S. 529.

<sup>277</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 67f.

<sup>278</sup>Die Charakteristika einer Verschuldungswirtschaft führten dazu, daß die Finanzierung von Investitionen ohne eine vorherige Ersparnis erfolgen konnte. Investitionen wurden über eine (von der Notenbank monetär alimentierte) Verschuldung finanziert, das Volkseinkommen stieg, was wiederum gemäß dem keynesianischen Einkommensmultiplikator zu einer den Kreislauf schließenden, erhöhten Ersparnisbildung führte. Somit erfolgte – in der Theorie – eine ex-post Angleichung der Ersparnis an die Investitionen. Vgl. Herschel (1985), S. 523f.

marktkonformen geldpolitischen Instrumentariums verhinderte somit eine auf das Geldwertstabilitätsziel ausgerichtete Geldpolitik der Banque de France.<sup>279</sup>

War zur Senkung des Inflationsdrucks und zur Aufrechterhaltung der Franc-Parität im Wechselkurssystem von Bretton Woods eine restriktive Geldpolitik erforderlich, verblieben deshalb nur direkte Instrumente wie Konvertibilitätsbeschränkungen, Kreditgrenzen und Preiskontrollen als geldpolitische Aktionsparameter. Die Begrenzung der Bankkreditvergabe basierte dabei weniger auf gesetzlichen Grundlagen, sondern wurde im Zuge einer Politik der moral suasion umgesetzt. Entsprechend zaghaft wurde dieses Instrument angewendet, und im Rahmen der selektiven Kreditpolitik waren viele Kreditarten, die für das Wachstumsziel besonders bedeutend waren, wie z.B. Investitions- und Exportkredite, von der Begrenzung ausgenommen. Für diese wachstumsfördernde Kredite bestand bei der Banque de France zudem seit 1944 eine weitere Refinanzierungsfazilität, deren Zinssatz sogar noch unterhalb des Diskontsatzes lag.<sup>280</sup> Zudem wurden die Kreditgrenzen oft erhöht, und weitere Liquidität konnten die Banken jederzeit von der Zentralbank, wenn auch zu höheren Zinssätzen, erlangen. Die dirigistischen Stabilisierungseingriffe in Gestalt diverser Pläne<sup>281</sup> waren zudem zur Vermeidung von Wachstumseinbrüchen nur kurzfristiger Natur, so daß es relativ schnell wieder zu einem überhöhten Kreditwachstum und zu einem Inflationsanstieg kam. Unter diesen Umständen war es für die Banque de France auch mit dem Instrument der Kreditplafondierung nahezu ausgeschlossen, das Kreditwachstum, die Geldmengenenwicklung und damit die Preisentwicklung wirksam zu kontrollieren.

### 3. Der erste Versuch eines Übergangs zu einer indirekten Geldpolitik (1966-1972)

Zusätzlich zu den nicht zufriedenstellenden makroökonomischen Ergebnissen der direkten Geldpolitik (im V. Plan (1966-70) wurden erstmals Preisniveaustabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht als weitere Ziele neben dem Wachstumsziel erwähnt) empfand man Mitte der sechziger Jahre verstärkt das Fehlen entwickelter Finanzmärkte vor allem in Vergleich zu den anglo-amerikanischen Ländern als Mangel. Daher setzte man sich das Ziel, die inzwischen eingetretene Entwicklung eines Rückgangs des Einflusses des Staates bei der Kreditvermittlung zu Gunsten der Rolle

<sup>279</sup>Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 7-10.

<sup>280</sup>1968 refinanzierten die Banken mehr als das dreifache Volumen der gewöhnlichen Rediskontfazilität über diese besonders günstige Fazilität. Hierin lag wie erwähnt eine Ursache für die Ineffizienz der Rediskontkontingente und der Kreditgrenzen. Vgl. Icard (1994b), S. 13 und Cotta (1985), S. 158f. Die Sonder-Rediskontverpflichtung der Banque de France machte erneut die indirekte Deckung der Staatsverschuldung durch Geldschöpfung deutlich. Die Sonderkreditinstitute erfüllten mit der Export-, Investitions- und Wohnbauförderung öffentliche Aufgaben und bekamen im Gegenzug von der Regierung das Recht, sich ständig zu besonders günstigen Konditionen bei der Notenbank refinanzieren zu können (diese Einbindung der Zentralbank in die Wirtschaftspolitik war ein Grund für die mangelnde Bereitschaft französischer Regierungen, die Banque de France unabhängig zu machen). Dieses Arrangement führte zu einer inflationstreibenden Monetarisierung langfristiger Kredite und verhinderte die Entwicklung von Kapitalmärkten, da sich die Sonderkreditinstitute über die Notenbank einfacher und günstiger refinanzieren konnten als über die Emission von Schuldverschreibungen.

<sup>281</sup>Als Beispiele zu nennen: Plan Mayer (1947), Plan Pinay (1952), Plan Rueff-Armand (1958) und Plan Giscard (1963).

der Banken aktiv zu stärken. In Zusammenhang mit dem gewünschten Bedeutungszuwachs der Marktkräfte bei der volkswirtschaftlichen Kreditvermittlung beabsichtigte die französische Regierung 1966 außerdem, einen geldpolitischen Konzeptionswandel vorzunehmen, um zukünftig bessere geldpolitische Ergebnisse erzielen zu können.<sup>282</sup> Die Geldpolitik des billigen Geldes mit einer direkten Begrenzung des Kreditwachstums durch Kreditgrenzen sollte durch eine indirekte, zinspolitische Steuerung des Geldwesens unterstützt durch ein Mindestreservesystem ersetzt werden.<sup>283</sup>

Im Zentrum der Reformen stand die Schaffung eines einheitlichen, funktionsfähigen Geldmarkts, um auf diese Weise der Banque de France die Möglichkeit zum Einsatz mehr marktkonformer und effizienterer Instrumente zu geben.<sup>284</sup> Aufgrund der dominierenden Rolle der Refinanzierungspolitik hatte bis dahin kein Geldmarkt im eigentlichen Sinne bestanden. Das Liquiditätsmanagement der Banken verlief über die Kreditaufnahme bei der Zentralbank anstatt über die Aufnahme oder Vergabe von Krediten im Interbankenmarkt oder über den An- und Verkauf von kurzfristigen privaten und staatlichen Wertpapieren auf dem Geldmarkt.<sup>285</sup>

Eine weitere Ursache für die Unterentwicklung des Geldmarkts war, daß zwar ein ausreichendes Volumen an kurzfristigen Staatstiteln vorhanden war, daß diese aber nicht zu marktkonformen, sondern zu unter Marktniveau fixierten Zinssätzen ausgegeben worden waren. Dies führte dazu, daß Banken diese Papiere nur im gesetzlich vorgeschriebenen Umfang hielten und nicht als Handelsbestand oder Liquiditätsreserve.<sup>286</sup> Erste Maßnahme zur Schaffung eines Marktes für Bankliquidität war daher die Ausgabe einer neuen Art von Schatzwechsel mit marktgerechter Verzinsung. Diese konnten aber nur von Banken erworben werden.<sup>287</sup>

Zusätzlich wurden zur Stärkung des Wettbewerbs einige dirigistische Maßnahmen im Bankwesen beendet. Die Unterscheidung zwischen Depositenbanken und Investmentbanken wurde aufgehoben, um in den bisher gegenseitig abgeschirmten Geschäftsbereichen den Konkurrenzdruck zu erhöhen. Zusätzlich hob man im Januar 1967 erstmals seit dem Krieg die Kapitalverkehrsbeschränkungen auf, um so die internationale

<sup>282</sup>Im V. Plan (1966–70) wurden erstmals Preisniveaustabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht als weitere Ziele neben dem Wachstumsziel erwähnt. Vgl. Lerch (1983), S. 34f.

<sup>283</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 175f. Zusätzlich hatte sich die Budgetsituation entspannt und damit der Finanzbedarf des Staates stark verringert, so daß die öffentliche Hand nicht mehr auf eine Finanzierung durch den circuit du Trésor und eine akkommodierende Geldmengenausdehnung angewiesen war. Vgl. Méritz (1991), S. 5.

<sup>284</sup>Bereits 1966 hatte man einen Markt für mit Grundrechten gesicherte Kredite geschaffen und den Interbankenmarkt gestärkt, indem den Sonderkreditinstituten die Verleihung kurzfristiger Liquiditätsüberschüsse an andere Banken erlaubt wurde. Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 177.

<sup>285</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 184f.

<sup>286</sup>Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 7.

<sup>287</sup>Die Inkonsistenz der Reformen kann bereits hier festgestellt werden. Statt vollständig auf die Emission marktgerecht verzinsten Schatzwechsel umzustellen, behielt der Trésor die Praxis bei, das von den Banken zur Erfüllung ihrer gesetzlichen Verpflichtungen benötigte Volumen unter Marktniveau verzinst auszugeben. Der die Staatsverschuldung subventionierende Charakter dieser gesetzlichen Auflage wurde dadurch besonders deutlich.

Einbindung des französischen Finanzsystems zu fördern.<sup>288</sup> Des weiteren wurde mittels der Beendigung des gesetzlichen Kreditzinskartells der Geschäftsbanken die administrative Festsetzung der Kreditzinsen aufgehoben. Zudem erfolgte bei den Zinssätzen auf Termineinlagen eine begrenzte Liberalisierung. Ziel war es, die Zinsflexibilität und -reagibilität des Finanzsystems und der Volkswirtschaft zu erhöhen, um so die Grundvoraussetzung für eine zinsorientierte Geldpolitik zu erfüllen.<sup>289</sup>

Folgerichtig kam es auch im Instrumentarium der Banque de France zu Reformen.<sup>290</sup> Der Liquiditätskoeffizient wurde abgeschafft und durch ein Mindestportfolio ersetzt, das den Banken das Halten von rediskontfähigen, mittelfristigen Krediten vorschrieb. Außerdem führte man Mindestreserven auf Bankeinlagen (Passiv-Mindestreserven) ein. Durch diese Instrumente sollte der Notenbank die Möglichkeit gegeben werden, den Zentralbankgeldbedarf der Banken zu steuern. Zusätzlich wurde die Bedeutung der Refinanzierungsfazität durch eine Verringerung der Diskontkontingente zurückgeführt, so daß die Banken ihren Liquiditätsbedarf auf dem Geldmarkt decken mußten und dies nicht mehr über die Refinanzierungsfazilitäten zu festen, verbilligten Zinssätzen bei der Banque de France tun konnten. Auf diese Weise sollte die Zinssensitivität des Bankengeschäfts erhöht werden, um mit einer restriktiven Geldpolitik über eine Verteuerung der Refinanzierung ein Rückgang des Kreditwachstums erreichen zu können.

Doch schon die ersten Erfahrungen nach der Reform verliefen enttäuschend. 1967/68 war es aufgrund der im Zuge der Rezession in Deutschland gesunkenen Exporte zu sozialen Unruhen und Streiks gekommen. Auf die resultierenden Wachstumsrückgänge reagierte die Regierung mit hohen Lohnzugeständnissen zur Ankurbelung der Binnennachfrage, einer weiteren Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen und einer Ausdehnung des Budgetdefizits. 1968 kam es zu Überhitzungserscheinungen und die Behörden versuchten, eine aufgrund des erneut hohen Kreditwachstums und hoher Lohnsteigerungen aufgekommene Spekulationswelle gegen den Franc durch Erhöhungen des Zinsniveaus und der Mindestreservesätze zu beenden. Dies scheiterte, und die Banque de France mußte zeitweilig zu direkten Kontrollen im Kreditbereich (von Ende 1968 bis Herbst 1970) und im Devisenverkehr zurückkehren.<sup>291</sup> Zusätzlich wurde der Franc im August 1969 um weitere 11% abgewertet.<sup>292</sup>

Eine Ursache für das Scheitern der Reform war die unzureichende Entwicklung des Geldmarkts als Fundament einer offenmarktorientierten Zinspolitik. Die Zugangsbe-

<sup>288</sup> Ermöglicht wurde dieser Schritt durch die Schwäche des Dollars und des Pfunds. Vgl. Wyplosz (1987), S. 102.

<sup>289</sup> Vgl. Nardozi (1983), S. 19f. Die Passivzinssätze blieben aber weitestgehend reglementiert. Vgl. de Boissieu (1990), S. 2.

<sup>290</sup> Vgl. Quintyn (1993), S. 278.

<sup>291</sup> Vgl. Quintyn (1993), S. 278f.

<sup>292</sup> Die realwirtschaftliche Notwendigkeit der Abwertung war umstritten, vgl. Loriaux (1991), S. 198.



schränkung auf Banken sowie das fehlende Laufzeitepektrum und Volumen an Geldmarktpapieren verhinderten die Entwicklung eines effizienten Geldmarkts.<sup>293</sup>

Einer weiterer Grund für den Mißerfolg der Reformen war die mangelnde instrumentelle Ausstattung der Zentralbank. Offenmarktpolitische Instrumente zur Feinsteuerung der Geldmarktbedingungen fehlten, wohingegen die Dominanz des Refinanzierungsinstruments für diese geldpolitische Konzeption unpassend war.<sup>294</sup> Das ihr zur Verfügung gestellte Mindestreserveinstrument war zur Erzeugung eines Zentralbankgeldbedarfs, den die Banken am Geldmarkt zu den dort festgelegten Zinsbedingungen hätten decken müssen, ungeeignet. Grund hierfür war, daß die Banken die trotz gewisser Einschränkungen weiterhin bestehende uneingeschränkte Refinanzierungsmöglichkeit in Form der Rediskontgeschäfte bei der Zentralbank nützten. Dadurch konnten die Banken ihr Mindestreservesoll jederzeit problemlos erfüllen, indem sie sich verstärkt bei der Notenbank verschuldeten.<sup>295</sup> Erhöhte, zinslose Mindestreserven bedeuteten somit zwar eine Kostenbelastung für die Banken, die diese in erhöhten Kreditzinsen weitergaben, jedoch hätte dies nur dann einen Rückgang der Kreditwachstums bewirkt, wenn die Kreditnachfrage zinselastisch gewesen wäre. Dies war zu dieser Zeit in Frankreich (insbesondere aufgrund einer deutlichen negativen Realverzinsung) aber nicht der Fall.<sup>296</sup> Letztendlich bedeutete dies, daß die Zentralbank aufgrund des unbegrenzten Refinanzierungszugangs selbst das für die Mindestreserve notwendige Zentralbankgeld schuf, wodurch das Mindestreserveinstrument jede restriktive Wirkung verlor.

Eine weitere Ursache für die Ineffizienz des Mindestreserveinstruments war die Heterogenität des französischen Bankwesens. Aufgrund der Spezialisierung der Banken auf Aktiv- oder Passivgeschäft gab es viele Banken, die hauptsächlich Kredite vergaben. Da diese aber kein nennenswertes Einlagengeschäft betrieben, unterlagen sie nicht der Mindestreservepflicht.<sup>297</sup> Dies führte dazu, daß der von der Notenbank beabsichtigte Impuls von den einlagesammelnden Instituten über den Geldmarkt an die kreditvergebenden Institute übertragen werden mußte. Da es aber nicht gelungen war, die Segmentierung und Unterentwicklung der Finanzmärkte zu beseitigen und damit die Bedeutung der Märkte im Refinanzierungsgeschäft der Banken zu erhöhen, war dieser indirekte Transmissionsmechanismus sehr schwach.<sup>298</sup> Zur Lösung dieses Problems führte man 1967 ergänzend Mindestreserven auf Bankaktiva ein. Dennoch blieb das

<sup>293</sup> Man hatte 1967 zwar bestimmten Nichtbanken, den ENBAMM, den Zugang zum Geldmarkt gewährt, dennoch gelang es nicht, einen für die gesamte Volkswirtschaft relevanten Markt für Liquidität zu etablieren. Vgl. Quintyn (1991), S. 3.

<sup>294</sup> Die Banque de France konnte zwar bereits seit 1938 Ein-Tages-Pensionsgeschäfte durchführen, jedoch wurde dieses Instrument von den Banken im Falle einer Liquiditätskrise als eine letzte Refinanzierungsquelle angesehen. Eine Steuerung des eh kaum entwickelten Geldmarkts erfolgte nicht. Vgl. Icard (1994b), S. 14.

<sup>295</sup> Vgl. Quintyn (1991), S. 4.

<sup>296</sup> Vgl. Théron (1983), S. 140-142.

<sup>297</sup> Da die einlagesammelnden Banken zumeist Liquiditätsüberschüsse hatten, traf sie eine Erhöhung der Mindestreservesätze zudem kaum.

<sup>298</sup> Der Geldmarktzins hatte eine viel größere außenwirtschaftliche Bedeutung. Über ihn wurde die Kapitalbilanz gesteuert und so die Einhaltung der Wechselkursparität im System von Bretton Woods verfolgt.



Mindestreserveinstrument ineffizient, so daß die Zinspolitik als einziges Instrument verblieb.<sup>299</sup>

Doch auch hier hatte die Heterogenität des Bankensystems, insbesondere die ungleiche Verschuldungssituation, negative Auswirkungen. Sie verhinderte, daß die Banque de France die Zinsen so hoch setzen konnte, daß es über eine positiven Realverzinsung zu einem spürbaren Rückgang der Kreditnachfrage gekommen wäre. Grund hierfür war die Bilanzstruktur der Spezialkreditinstitute. Diese hatten aufgrund ihrer Spezialisierung permanent einen Mangel an Liquidität. Da sie sich überwiegend über den Interbankenmarkt und die Zentralbank refinanzieren mußten, war die Zinsreagibilität ihrer Verbindlichkeiten wesentlich höher als die ihrer Aktivseite, die im wesentlichen aus langfristigen Krediten oder Krediten mit administrativ niedrig gehaltenen Zinskonditionen bestand. Dadurch führten steigende Zinsen zu einem Zinsmargenrückgang, der ihre Existenz bedrohte.<sup>300</sup> Diese Verwundbarkeit des Bankensystems verhinderte eine effiziente Zinspolitik.

Zudem wurde die Zinspolitik für die Aufrechterhaltung der Wechselkursparität des Franc im Wechselkurssystem von Bretton Woods benötigt. Bestand ein Zielkonflikt zwischen internem und externem Ziel, mußten deshalb direkte Kontrollen das Kreditwachstum bremsen, während die Zinspolitik und Konvertibilitätsbeschränkungen den Franc stützen mußten.

Schließlich ist zu kritisieren, daß die Regierung nicht konsequent das Ziel der Geldwertstabilität verfolgte, sondern weiterhin unter dem Druck der Öffentlichkeit primär Wachstumsziele anstrebte. Nachdem wie beschrieben 1967/68 die Industrieproduktion eingebrochen war, versuchte die Regierung Verlorenes wieder aufzuholen, indem sie geld- und fiskalpolitische Sonderprogramme in Kraft setzte. Die zu diesem Zweck gemachten Ausnahmen von den Kreditgrenzen, die Erhöhung der Rediskontkontingente und die Ausdehnung der Zinssubventionen machten das neue geldpolitische Instrumentarium obsolet<sup>301</sup> und führten zu einer raschen Zunahme des Geldmengenwachstums. Im Ergebnis stieg die Inflation. Der Franc kam unter Abwertungsdruck und mußte im August 1969 um 11% abgewertet werden. Im Endeffekt opferte die Regierung ihre neue geldpolitische Konzeption dem Wachstumsziel und erreichte so 1969 zwar eine Wachstumsrate des BIP von 7,5%, allerdings auf Kosten der Stabilität des Franc.<sup>302</sup>

Der 1969 erschienene „Bericht über den Geldmarkt und Kreditkonditionen“ von Marjolin, Sadrin und Wormser wies auf die für einen Übergang von einer direkten zu einer indirekten Geldpolitik notwendigen Bedingungen noch einmal explizit hin. Als erste entscheidende Voraussetzung für eine entsprechende geldpolitische Reform nannten

<sup>299</sup>Vgl. Quintyn (1993), S. 279-281.

<sup>300</sup>Vgl. Quintyn (1991), S. 4f., Théron (1983), S. 140 und Szymczak (1990), S. 111f.

<sup>301</sup>Deutlich wird der inkonsistente Instrumenten-Mix aus Refinanzierungsfazilitäten, Mindestreservevorschriften, direkten Kontrollen, Zinssubventionierungen und offenkamtorientierter Zinspolitik. Vgl. Enfrun/Cordier (1994), S. 90.

<sup>302</sup>Vgl. Patat/Lutfalla (1990), S. 202f.

die Autoren die Herbeiführung eines positiven Realzinsniveaus, um so die hohe Kreditnachfrage zu bremsen. Der zweite wichtige Schritt bestünde in der Stärkung des Geldmarkts. Die Banque de France sollte den Diskontsatz oberhalb des Interventionsatzes des Geldmarkts fixieren, um so die Banken zu einer Refinanzierung ihrer Kredite über den Geldmarkt statt über die Refinanzierungsfazilitäten der Notenbank zu zwingen. Dadurch würde sich dann die Möglichkeit zu einem Übergang zu einer indirekten, marktorientierten Geldpolitik ergeben.<sup>303</sup>

Seit 1969 bot die Banque de France daher zur Erweiterung ihres offenmarktpolitischen Instrumentariums Pensionsgeschäfte mit einer längeren Laufzeit als einem Tag an, bei denen die Initiative bei den Banken lag. Möglich wurden Fristen von einem oder drei Monaten. 1971 erhöhte die Banque de France in Anlehnung an den Bericht den Diskontsatz, so daß er oberhalb des Interventionssatzes lag. Außerdem schuf sie die Diskontkontingente mit Ausnahme für Exportkredite außerhalb der EU ab. Damit wurde die Refinanzierungspolitik weitestgehend eingestellt. Die Banque de France wollte dadurch einen weiterhin unbegrenzten Zugriff der Banken auf Zentralbankgeld vermeiden und ihre Kontrollmöglichkeiten über die Geldmengenentwicklung erhöhen.<sup>304</sup>

Gleichzeitig wurde ergänzend zu den Wertpapierpensionsgeschäften von 1969 ein Sieben-Tage-Repo-Instrument eingeführt, das zur dominierenden Liquiditätsquelle der Geschäftsbanken anstelle der Rediskontkontingente wurde. Bis Ende 1973 sank folglich der Anteil der Rediskontkredite auf 13% aller Zentralbankkredite an Banken. Außerdem konnte die Banque de France seit 1973 Outrightgeschäfte in Staatspapieren durchführen. Mit diesen neuen Instrumenten steuerte sie nun über den Interventionszinssatz die Bedingungen am Geldmarkt.<sup>305</sup> Da die Banque de France bei dem Sieben-Tage-Repo-Geschäft aber nur den Zinssatz und nicht auch das Volumen festsetzte, dominierte weiterhin der Refinanzierungscharakter des Instruments. Zusätzlich sah sich die Zentralbank gezwungen, nahezu täglich Liquiditätsengpässe durch Interventionen am Interbankenmarkt auszugleichen, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Dies führte dazu, daß der Tagesgeldzins von der Notenbank und nicht von Angebot und Nachfrage bestimmt wurde. Im Endeffekt verblieb für die Banken ein freier Zugriff auf Zentralbankgeld, so daß die Banque de France ihr Ziel einer stärkeren Kontrolle nicht erreichte. Während der ersten Ölkrise stiegen die Inflationsraten stark an und die Regierung mußte von dem neuen Instrumentarium wieder abrücken.<sup>306</sup>

Mit dem de facto-Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods 1971 im Zuge der amerikanischen Aufhebung der Goldeinlösepflicht und der damit verbunde-

<sup>303</sup> Vgl. Icard (1994b), S. 14.

<sup>304</sup> Vgl. Quintyn (1991), S. 3 und Icard (1994b), S. 14f.

<sup>305</sup> Zusätzlich gewann die Geldpolitik durch die Verwendung dieses zweiten Leitzinses zusätzliche Freiheitsgrade. Die Banque de France nutzte fortan den Diskontsatz zur (psychologischen) Steuerung der binnenwirtschaftlichen Kreditnachfrage und den Interventionssatz auf dem Geldmarkt zur Steuerung der internationalen Kapitalströme. Vgl. Quintyn (1991), S. 7 und Patat/Lutfalla (1990), S. 214.

<sup>306</sup> Vgl. Herschel (1985), S. 530f. und Quintyn (1993), S. 283f.

nen Abwertung des Dollar geriet der Franc unter Aufwertungsdruck.<sup>307</sup> Die französische Regierung führte deshalb am 21. August 1971 einen gespaltenen Devisenmarkt ein. Hierbei wurde für Kapitalmarkttransaktionen ein flexibler Wechselkurs des Franc eingeführt, so daß über Aufwertungen der Zufluß spekulativen Kapitals verringert werden konnte. Gleichzeitig wurde zur Abwehr eines wachstumsschädlichen Einbruchs des Exportgeschäfts die niedrigere Parität des Franc für Gütermarkttransaktionen verteidigt. Die französische Geldpolitik befand sich dabei in einem Zielkonflikt. Auf der einen Seite erforderte das Ziel der Vermeidung zu großer Unterschiede zwischen der frei floatenden und der festen Franc-Parität eher niedrige Geldmarktzinsen, um Aufwertungen des Franc durch Kapitalimporte zu begrenzen. Auf der anderen Seite erforderte das hohe Kreditwachstum, das nach Aufhebung der Kreditgrenzen 1970 Rekordhöhen erreichte, eine Anhebung des Zinsniveaus. Wiederum entschied sich die Regierung in diesem Zielkonflikt zugunsten des Wachstumsziels und verzichtete auf deutliche Zinserhöhungen oder eine Freigabe des für Leistungsbilanztransaktionen fixierten Wechselkurses. Demzufolge stieg die Inflation wieder an, und als im Zuge der ersten Ölkrise der Dollar wieder allgemein höher eingestuft wurde, kam der Franc erneut unter Abwertungsdruck, so daß bereits am 24. März 1974 die Devisenmarktsplaltung wieder aufgehoben wurde.<sup>308</sup>

#### **4. Die zweite Phase der direkten Geldpolitik (1972-83): Das encadrement du crédit**

Um den Inflations- und Abwertungsdruck zu verringern, führten die Behörden 1972 parallel zur Erhöhung der Leitzinsen und der Mindestreservesätze erneut quantitative Kreditkontrollen ein.<sup>309</sup> Im Gegensatz zu den Kreditgrenzen der fünfziger und sechziger Jahre wurde diese Politik, die als *encadrement du crédit* bezeichnet wurde, nicht

<sup>307</sup>In den USA herrscht die Meinung vor, daß der gezielte Umtausch von Dollarreserven in Gold durch Frankreich seit 1965 wesentlich zum Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods beigetragen hat. Amerikanische Quellen sehen darin den Versuch, die politische und wirtschaftliche Vormachtstellung der USA zu brechen. Französische Stellen nannten für ihre Politik dagegen wirtschaftliche Gründe. Der asymmetrische Aufbau des Währungssystems erlaubte dem Leitwährungsland USA die Aufrechterhaltung von Zahlungsbilanzdefiziten, da seine Währung weltweit als Reserve gehalten wurde. Frankreich sah in den permanenten Defiziten der USA und dem damit ständig ansteigenden Dollarumlauf in der Welt ein globales Inflationspotential. Da die USA in Verhandlungen nicht zu einem Abbau ihres Zahlungsbilanzdefizits oder einem symmetrischen Umbau des Währungssystems in Anlehnung an das Währungssystem der Zwischenkriegsperiode bereit war, versuchte Frankreich über den gezielten Umtausch seiner Dollarreserven in Gold die USA über deren Verlust an Goldreserven zu einer stabilitätsorientierteren Wirtschaftspolitik zu zwingen. Dennoch dürfte auf französischer Seite auch der Wunsch bestanden haben, die wirtschaftliche und politische Dominanz der USA zu brechen. Vgl. Bordo/Simard/White (1994a), S. 22-24 und Bordo/Simard/White (1994b), S. 1f. und S. 33.

<sup>308</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 194f.

<sup>309</sup>Vgl. Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 4f. Der Rückgriff auf ein direktes Instrument kann als fehlende Bereitschaft der Regierung zur Durchführung einer kurzfristig wachstumsmindernden Hochzinspolitik interpretiert werden, vgl. Méltz (1991), S. 7. Trotzdem gewann das Geldwertstabilitätsziel in dieser Phase langsam an Gewicht. Während zuvor eine langfristige Abwertungstendenz des Franc in Kauf genommen worden war, um binnenwirtschaftliche Anpassungen vermeiden und das Exportgeschäft fördern zu können, wurde die Stabilisierung des Dollar-Franc-Wechselkurses unter der Regierung Barre (1976-81) zum wichtigen Ziel. Vgl. Lerch (1983), S. 138-141 und S. 238-261.

mittels moral suasion eingeführt, sondern gesetzlich fixiert. Ein weiterer bedeutender Unterschied war, daß die in den siebziger Jahren eingeführte Begrenzung des Kreditwachstums keine temporäre Notmaßnahme war, sondern einen konzeptionellen Wandel des Instrumentariums darstellte.<sup>310</sup> Ziel war es, mit Zinsvariationen den kurzfristigen internationalen Kapitalverkehr so zu steuern, daß die außenwirtschaftlichen Ziele einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz und eines stabilen Franc-Wechselkurses<sup>311</sup> erreicht werden konnten. Allerdings griff man im Laufe der Zeit immer stärker auf das direkte Instrument der Kapitalverkehrsbeschränkungen zurück, um ein negatives Realzinsniveau zur Förderung der Investitionen und zur günstigeren Finanzierung der wachsenden Budgetdefizite aufrecht erhalten zu können.<sup>312</sup>

Die binnenwirtschaftlichen Ziele, Wachstum und in dieser Phase mit wachsender Bedeutung die Preisstabilität, sollten dagegen durch eine administrative Begrenzung des Kreditwachstums erreicht werden.<sup>313</sup> Zusätzlich strebte man durch die quantitative Kreditpolitik eine Isolierung des Kreditvolumens von außenwirtschaftlich verursachten und das Wachstumsziel gefährdenden Zinserhöhungen und -schwankungen an. Gleichzeitig sollten die Kreditgrenzen zur Kontrolle der Geldmengenentwicklung beitragen und preistabilitätsfördernd wirken.<sup>314</sup>

Als Zwischenziel der quantitativen Kreditpolitik verwendete die Banque de France ein jährliches Wachstumsziel für Bankkredite an den Privatsektor. Monatlich wurde die Einhaltung der vorgesehenen Zuwachsgrenze überprüft. Banken, die zu viele Kredite vergeben hatten, mußten zusätzliche, zinslose Einlagen bei der Banque de France auf einem besonderen Konto hinterlegen. Eine stark progressive Staffelung der Strafmindestreservesätze machte eine zu starke Überschreitung der Kreditgrenzen für die Banken wirtschaftlich unattraktiv.<sup>315</sup> Allerdings – und dies ist wiederum ein typisches Zeichen für die inkonsequente Geldpolitik Frankreichs in diesen Jahren – waren viele Kreditarten erneut im Zuge der selektiven Kreditpolitik von der Begrenzung ausgenommen, so z.B. Fremdwährungskredite, Exportkredite,<sup>316</sup> Kredite für den sozialen Wohnungsbau und für Energieeinsparinvestitionen. Dadurch wurde deutlich, daß mit

<sup>310</sup>Vgl. Icard (1994b), S. 16.

<sup>311</sup>Der Verzicht auf Abwertungen sollte zudem über eine Stabilisierung der Importpreise einen Rückgang der Inflation bewirken.

<sup>312</sup>Vgl. Wyplosz (1987), S. 95.

<sup>313</sup>Das Passiv-Mindestreserve-Instrument blieb praktisch ungenutzt bestehen.

<sup>314</sup>Vgl. Quintyn (1991), S. 5.

<sup>315</sup>Vgl. Quintyn (1991), S. 5f. Erstaunlich ist die große Ähnlichkeit des Systems mit dem britischen SSDS.

<sup>316</sup>Fremdwährungs- und Exportkredite wurden außer aufgrund von Wachstumszielsetzungen auch aufgrund des Ziels einer Stabilisierung des Franc-Wechselkurses gefördert. Eine Aufnahme langfristiger Kredite im Ausland bedeutete einen Kapitalbilanzüberschuß und damit eine die Währung stützende Verbesserung der Zahlungsbilanz. Bei inländischer Verwendung der Kredite erhöhte sich das Devisenangebot und die Franc-Nachfrage am Devisenmarkt stieg entsprechend. Exportkredite bewirkten über eine Ausdehnung der Exporte eine Verbesserung der Handels- und Zahlungsbilanz und stützten dadurch den Franc-Kurs. Jedoch bewirkte die Förderung dieser Kreditarten eine starke Ausdehnung der Geldmenge und führten so zu einem erhöhten Inflationspotential. Vgl. Lerch (1983), S. 244-246.

der Geldpolitik weiterhin struktur- und wachstumspolitische Ziele zu Lasten des Geldwertstabilitätsziel verfolgt wurden.<sup>317</sup>

Als eine weitere Ausnahme wurde den Kreditinstituten ein Kreditwachstum über ihre Grenzen hinaus gestattet, wenn diese Kredite durch eine Erhöhung des Eigenkapitals oder durch die Ausgabe langfristiger Bankschuldverschreibungen, den sogenannten „resources stables“, refinanziert wurden. Mit dieser Regel wurden zwei Ziele verfolgt. Zum ersten wollte man den Banken einen Anreiz geben, ihr Geschäft längerfristig zu gestalten. Zum zweiten hoffte man auf einen die Geldnachfrage und Liquiditätspräferenz reduzierenden Effekt aufgrund einer erhöhten Geldkapitalbildung. Durch die vermehrte Ausgabe von Bankschuldverschreibungen sollte das langfristige Zinsniveau steigen und dadurch langfristige Anlagen für den Anleger an Attraktivität gewinnen. Dieser würde vermehrt langlaufende Anleihen kaufen und stattdessen weniger Geld und kurzfristige Titel nachfragen, die bis dato im französischen Anlageverhalten dominiert hatten. Die resultierenden Portfolioverschiebungen würden so zu einem geringeren Geldmengenwachstum beitragen.<sup>318</sup>

Im Laufe der Jahre kam es zu weiteren Änderungen.<sup>319</sup> So wurde den Banken, die ihre Kreditgrenzen nicht ausgenutzt hatten, von Dezember 1974 an gestattet, diese nicht verwendeten Volumina bis zu sechs Monate als Reserve vorzutragen.<sup>320</sup> Zusätzlich entwickelte sich unter den Banken ein Markt für ungenutztes Kreditvolumen. Banken, die ihre Grenze noch nicht erreicht hatten, kauften Kredite von Banken, die ihre Grenze schon ausgenutzt hatten.

Des weiteren wurden im Zuge der selektiven Geldpolitik den Kreditinstituten in Abhängigkeit von ihrer Größe und ihrem Geschäftsschwerpunkt unterschiedliche Wachstumsraten zugebilligt. Kleinere oder neugegründete Banken und Spezialkreditinstitute bekamen weniger enge Grenzen zugeteilt als die großen Geschäftsbanken.

Die Bedeutung der von den Kreditgrenzen ausgenommenen Kredite wuchs über die Jahre beständig. 1983 betrug ihr Anteil am Gesamtkreditvolumen nahezu 70%. Die Übersichtlichkeit des Systems litt des weiteren darunter, daß Banken, die ihre Grenzen überschritten hatten, Ausnahmeregelungen für sich beanspruchten. Zusammenfassend stellt man fest, daß die Effizienz der Kreditgrenzen von der selektiven Kreditpolitik einer auf das Wachstumsziel orientierten, interventionistischen Wirtschaftspolitik unterlaufen wurde.<sup>321</sup>

<sup>317</sup>Vgl. Mélitz (1990), S. 395 und Quintyn (1991), S. 6.

<sup>318</sup>Vgl. Quintyn (1993), S. 282.

<sup>319</sup>Vgl. Raymond (1982), S. 111f.

<sup>320</sup>Hintergrund war, daß die Kreditgrenzen nach dem tatsächlich in der Vorperiode erfolgten Kreditwachstum der Bank berechnet wurden, so daß bis zur Einführung dieser Bestimmung eine Bank, die unter ihrer Grenze geblieben war, in der Folgeperiode bestraft worden war.

<sup>321</sup>Vgl. Herschel (1985), S. 533.



Im März 1972 wurde unter französischer Beteiligung zur Stabilisierung der Wechselkurse in Europa der Europäische Währungsverbund („Schlange“) gegründet.<sup>322</sup> Jedoch trat die Einhaltung der Parität kaum als Ziel der Regierung in Erscheinung, so daß es zu Suspendierungen der Teilnahme kam. Durch die mangelnde französische Bereitschaft, der Hochzinspolitik anderer Zentralbanken zu folgen, kam der Franc 1973 unter Abwertungsdruck. Die Entwicklung mündete in der Suspendierung der Teilnahme am Europäischen Währungsverbund am 19. Januar 1974 und in der Aufhebung des gespaltenen Devisenmarkts.<sup>323</sup> Der Franc wurde frei flexibel. Bereits im Juni 1975 trat Frankreich aber dem Wechselkursverbund mit der ursprünglichen Parität wieder bei, mußte im März 1976 aber aufgrund einer erneut monetär finanzierten, expansiven Budgetpolitik endgültig aus der Währungsschlange austreten.<sup>324</sup>

Die sich an die Franc-Krise anschließende, restriktive Politik Barres stabilisierte den Franc wieder so weit, daß ein zweiter Wiedereintritt in die Schlange überlegt wurde. Um aber einen dritten, imageschädigenden Austritt vermeiden zu können, bestand Frankreich auf eine Reform des Währungsarrangements. 1979 wurde daraufhin das Europäische Währungssystem (EWS) mit dem Franc als Teilnehmer am Wechselkursmechanismus des Systems (ERM) gegründet. Mehrere Änderungen der Charakteristika des Systems sollten Frankreich das Verbleiben erleichtern.<sup>325</sup> Strengere, multilaterale Regelungen zu Wechselkursanpassungen sollten Austritte erschweren. Eine symmetrischere Verteilung der Anpassungslasten von Interventionen oder eines Realignment sollte die Kosten und den Anpassungsdruck im Weichwährungsland verringern. Schließlich sollten erweiterte Kreditfazilitäten die für Interventionen verfügbaren Währungsreserven erhöhen und die Verteidigung des Leitkurses erleichtern.

Frankreich hatte mehrere Gründe, wieder eine Einbindung in ein Festkurssystem zu suchen.<sup>326</sup> Zum einen setzte Frankreich darauf, in einem mehrere Länder umfassenden Währungssystem die geldpolitische Hegemonie der Deutschen Bundesbank brechen zu können und selbst verstärkten Einfluß zu gewinnen. Zum anderen versprach man sich von der Stabilisierung der Wechselkurse eine Förderung des Außenhandels und damit Wachstumseffekte. Zusätzlich sollte über eine Stabilisierung der Preise für Importe aus der EG ein Aufbrechen der Abwertungs-Inflations-Spirale und damit eine Reduzierung der Inflation erreicht werden.<sup>327</sup> Außerdem wollten die Politiker die Aufrechterhaltung der Parität als für die Bevölkerung akzeptable Begründung für eine restriktivere und weniger wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik anführen.

Doch auch bei dieser Gelegenheit wurde die Einhaltung des festgelegten Leitkurses in den Anfangsjahren aufgrund eines Regierungswechsels nicht als striktes geldpolitisches Ziel verstanden. Die neugewählte sozialistische Exekutive setzte sich sehr ambi-

<sup>322</sup>Vgl. die Verordnung (EWG) Nr. 907/73 des Rates zur Gründung eines Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit vom 03.04.1973, abgedruckt in Krägenau/Wetter (1993), S. 111-114 und Adebahr (1990), S. 470-473.

<sup>323</sup>Vgl. Herz (1993), S. 122-125 und Wyplosz (1987), S. 102.

<sup>324</sup>Vgl. Izzo/Spaventa (1981), S. 110f.

<sup>325</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 251f.

<sup>326</sup>Vgl. Krägenau/Wetter (1993), S. 16.

<sup>327</sup>Vgl. Vaubel (1979), S. 26.



tionierte Wachstumsziele, die sie nur mit Hilfe einer expansiven Geldpolitik erreichen konnte. Zusammen mit starken Lohnerhöhungen verursachte dies ein rasches Ansteigen der Inflationsraten. Währungspolitisch bedingte dies mehrfache Franc-Abwertungen (siehe Tabelle F.6).<sup>328</sup>

Tabelle F.6: Leitkursanpassungen im EWS

Date	B/LFR	DKR	DM	ESC	FF	HFL	IRL	LIT <sup>1</sup>	PTA	UKL <sup>1</sup>
24/09/79	-	-3,00	+2,00	-	-	-	-	-	-	-
30/11/79	-	-5,00	-	-	-	-	-	-	-	-
23/03/81	-	-	-	-	-	-	-	-6,00	-	-
05/10/81	-	-	+5,50	-	-3,00	+5,50	-	-3,00	-	-
22/02/82	-8,50	-3,00	-	-	-	-	-	-	-	-
14/06/82	-	-	+4,25	-	-5,75	+4,25	-	-2,75	-	-
21/03/83	+1,50	+2,50	+5,50	-	-2,50	+3,50	-3,50	-2,50	-	-
18/05/83	-1,90	-1,90	-1,90	-	-1,90	-1,90	-1,90	-1,90	-	-
17/09/84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
22/07/85	+2,00	+2,00	+2,00	-	+2,00	+2,00	+2,00	-6,00	-	-
07/04/86	+1,00	+1,00	+3,00	-	-3,00	+3,00	-	-	-	-
04/08/86	-	-	-	-	-	-	-8,00	-	-	-
12/01/87	+2,00	-	+3,00	-	-	+3,00	-	-	-	-
08/01/90	-	-	-	-	-	-	-	-3,68	-	-
14/09/92	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50
17/09/92	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,00
23/11/92	-	-	-	-6,00	-	-	-	-	-6,00	-
01/02/93	-	-	-	-	-	-	-10,0	-	-	-
14/05/93	-	-	-	-6,50	-	-	-	-	-8,00	-

<sup>1</sup> Großbritannien und Italien suspendierten am 17.09.1992 ihre Teilnahme, Italien nahm seit November 1996 wieder am Wechselkursmechanismus teil.

Quelle: Eijffinger/Lemmen (1995), S. 12

Kennzeichnend für die inkonsequente Geldpolitik der siebziger Jahre war auch der häufige Wechsel der Zwischenziele. 1973 bis 1976 veröffentlichte die Banque de France wie erwähnt ein jährliches Wachstumsziel für Bankkredite, betonte aber gleichzeitig den instrumentellen Charakter der Bankkredite. Wachstumsraten für die Geldmenge M2 wurden ebenfalls festgelegt, aber nicht veröffentlicht. Dies änderte sich Ende 1976, als erstmals ein offizielles Wachstumsziel für M2 für 1977 verkündet wurde (siehe Tabelle F.7).<sup>329</sup>

<sup>328</sup>Vgl. Sachs/Wyplosz (1986), S. 262 und Loriaux (1991), S. 215-218.

<sup>329</sup>Mit dieser geldpolitischen Innovation wollte der neugewählte Premierminister Barre verdeutlichen, daß das Geldwertstabilitätsziel zu einem Hauptziel der französischen Wirtschaftspolitik aufgestiegen war. Jedoch waren die festgelegten Zuwachsraten nicht besonders restriktiv und bereits 1977 machte Barre aufgrund der gestiegenen Arbeitslosigkeit wieder Abstriche zu Gunsten des Wachstumsziels. Vgl. Lerch (1983), S. 159f. und S. 168-170. Galbraith (1982), S. 388-392 bemängelte die fehlende monetaristische Einstellung französischer Politiker und sah darin den Hauptgrund für

Tabelle F.7: Geldmengenziele und ihre Realisierung in Frankreich (Wachstumsraten in %)

Jahr	Aggregat	Ziel	Ergebnis
1977	M2	12,5	13,9
1978	M2	12	12,2
1979	M2	11	14,4
1980	M2	11	9,8
1981 <sup>330</sup>	M2	10	11,4
1982	M2	12,5-13,5	11,5
1983 <sup>331</sup>	M2	10	10,2
1984	M2R <sup>332</sup>	5,5-6,5	7,6
1985	M2R	4-6	6,9
1986	M3	3-5	4,5
1987	M3	3-5	9,1
	M2 (neu definiert)	4-6	4,1
1988	M2	4-6	4,0
1989	M2	4-6	4,4
1990	M2	3,5-5,5	-0,6
1991	M3	5-7	2,0
1992	M3	4-6	5,1
1993	M3	4-6,5	-2,9
1994 <sup>333</sup>	M3	5	1,8
1995	M3	5	4,6
1996	M3	5	-3,2
1997	M3	5	2,0

Quellen: Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 23, Tabelle 2; Raymond (1990), S. 44, Tabelle 2.5

Banque de France: Compte rendu des opérations (diverse Jahrgänge)

1979 gewann die Zwischenzielpolitik der Banque de France weiter an Komplexität, als mit der Einbindung des Franc im ERM der Wechselkurs als zusätzliches Zwischenziel hinzukam. Frankreich war das einzige Land, das offiziell gleichzeitig ein Wechsel-

den Mißerfolg der Strategie Barres. Zusätzlich waren die zu diesem Zeitpunkt sehr bedeutenden Einlagen bei Sparkassen nicht in M2 enthalten, so daß die Aussagekraft und die Korrelation zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit zur Preisentwicklung nur begrenzt war, vgl. Méritz (1991), S. 14.

<sup>330</sup>Im Herbst 1981 auf 12% erhöht.

<sup>331</sup>Im März 1982 auf 9% gesenkt.

<sup>332</sup>M2R beinhaltet im Gegensatz zu M2 keine von nicht in Frankreich ansässigen Personen gehaltene Einlagen, daher mit dem Kürzel R für residents gekennzeichnet. Vgl. Quintyn (1991), S. 8.

<sup>333</sup>Seit 1994 gibt die Banque de France nicht mehr ein jährliches Geldmengenziel vor. Stattdessen wird generell angestrebt, daß die Geldmenge im Mittel um 5% steigt, so daß eine Inflationsrate von maximal 2% erreicht werden könne. Vgl. Deutsche Bundesbank (1998b), S. 37f.

kurszwischenziel und ein Geldmengenzwischenziel verfolgte.<sup>334</sup> Begründet wurde diese geldpolitische Konzeption damit, daß für Frankreich als ein mittelgroßes Land nicht nur außenwirtschaftliche Ziele von Bedeutung wären, sondern daß es auch explizit binnenwirtschaftliche Ziele beachten müsse.<sup>335</sup> Zusätzlich wäre aufgrund der nicht immer fundamental gerechtfertigten Entwicklung des Wechselkurses eine Unterlegung des Wechselkurszwischenziels durch ein binnenwirtschaftliches Zwischenziel notwendig.<sup>336</sup>

Die geldpolitische Konzeption dieser Phase führte erneut zu schlechten Ergebnissen. 1981 betrug die Inflationsrate 13,4%. Ein Grund hierfür waren die stark erhöhten Sozial- und Arbeitsmarktausgaben der neugewählten sozialistischen Regierung, die mit einer strikt beschäftigungsorientierten, expansiven Fiskal-, Geld- und Lohnpolitik ganz im Sinne einer keynesianischen Nachfragesteuerung einen Anstieg der Arbeitslosigkeit im Zuge der zweiten Ölkrise vermeiden wollte.<sup>337</sup>

Eine wesentliche geldpolitische Ursache des Inflationsanstiegs war, daß die Kreditgrenzen aufgrund der stark wachsenden Bedeutung der Ausnahmen und der Akkumulation ungenutzter Kreditvolumina zunehmend an Effektivität verloren.<sup>338</sup> Infolgedessen konnte die Banque de France das Geldmengenwachstum nicht mehr durch das encadrement kontrollieren. Die Zinspolitik war seit 1979 durch die Aufrechterhaltung der Franc-Parität im ERM gebunden und stand nicht als alternatives Instrument zur Verfügung. Deswegen wurde zuerst ein bestimmter Teil der bisher ausgenommenen Kredite in die Kreditgrenzen mit eingerechnet, und ab 1982 legte man spezielle Grenzen für alle Kreditarten fest.<sup>339</sup>

Ein weiteres Problem bestand darin, daß ab Mitte der siebziger Jahre die allgemeine Bedeutung der Bankkredite aufgrund von Disintermediationsprozesse zurückgegangen war, so daß über eine Kontrolle der Bankkredite ein immer geringerer Bestandteil des Geldmengenwachstums kontrolliert wurde.<sup>340</sup> Auslöser für die Disintermediationsprozesse waren die im Kapitel D.III.2. beschriebenen Finanzreformen, die mit der Stärkung der Geld- und Kapitalmärkte sowie der staatlichen Förderung diverser marktorientierter Finanzierungsformen einhergingen.<sup>341</sup> So führte z.B. das starke Aufkommen

<sup>334</sup> Auf den möglichen immanenten Zielkonflikt wurde bereits im vorigen Abschnitt hingewiesen), vgl. auch Bryant (1994), S. 263f. und Robert/Patat (1988), S. 60-62. Icard (1994a), S. 95 sah als Voraussetzung zur Lösung des Zielkonflikts einen Glaubwürdigkeitserfolg der französischen Geldpolitik an, der der Banque de France eine von der Deutschen Bundesbank unabhängige Zinspolitik erlaubt hätte.

<sup>335</sup> Vgl. Icard (1994c), S. 248 und Eijffinger (1993), S. 174.

<sup>336</sup> Vgl. Robert/Patat (1988), S. 60.

<sup>337</sup> Vgl. Modery (1996), S. 253 und Sachs/Wyplosz (1986), S. 269-274. Die Regierung wollte über die Ausgabe einer „Solidaritätsanleihe“ eine inflationstreibende Monetarisierung der Staatsverschuldung vermeiden, doch die Emission war ein Mißerfolg. Vgl. Loriaux (1991), S. 216.

<sup>338</sup> Vgl. Méritz (1986), S. 699.

<sup>339</sup> Vgl. Icard (1994b), S. 16f.

<sup>340</sup> Vgl. Quintyn (1991), S. 11-14.

<sup>341</sup> Hintergrund der Reformen war wie beschrieben das Ziel, die Bankorientierung der Volkswirtschaft abzubauen und durch einen Übergang in ein marktorientiertes Finanzsystem eine effizientere Allokation der Ressourcen zu erreichen. In diesem Zusammenhang wurde es für die französischen Be-

der Fonds, die sehr stark in langfristige Bankschuldverschreibungen investierten, aber selbst kurzfristig fällig waren, dazu, daß entgegen des ursprünglichen Ziels der Ausnahmeregelung für langfristig refinanzierte Bankkredite diese de facto doch kurzfristig refinanziert wurden und direkt zum Geldmengenwachstum beitrugen. Da aber die Fonds nicht im Geldmengenaggregat M2 enthalten waren, erreichte die Regierung zwar ihre Geldmengenziele noch recht zufriedenstellend, verfehlte aber das Ziel der Preisstabilität dennoch.<sup>342</sup>

Viele Unternehmen, die sich verschulden wollten, nahmen zudem Kredite in Fremdwährungen auf, um so die Kreditgrenzen zu umgehen. Zusätzlich erschwerten die wachsende Komplexität des Systems der direkten Kontrollen und die Akkumulierung ungenutzter Kreditrahmen die Abschätzung, welche Wachstumsrate der Kredite mit dem Zwischenziel einer bestimmten Wachstumsrate der Geldmenge noch verträglich war.<sup>343</sup> Die resultierenden Zwischenzielverfehlungen untergruben die Glaubwürdigkeit der Banque de France und schwächten die Position des Franc im Wechselkursmechanismus des EWS.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die geldpolitische Konzeption dieser Phase ein Mißerfolg war. Die Begrenzung der Kreditvergabe verhinderte einen effizienzfördernden Wettbewerb im Finanzsystem und führte zu einer suboptimalen Allokation der volkswirtschaftlichen Finanzmittel.<sup>344</sup> Die selektive Kreditpolitik des Staates konnte dies nicht verhindern. Zusätzliche Verzerrungen entstanden durch die zeitweise Einführung von Preiskontrollen<sup>345</sup> mit dem Ziel, den Inflationsanstieg zu begrenzen. Die Auflockerung der Kreditgrenzen für das Wachstumsziel, die hohe Abhängigkeit der Unternehmen von Bankkrediten aufgrund des hohen Verschuldungsgrades bei den Kreditinstituten, die dadurch erzwungene beständige Ausdehnung der Kreditvolumina und der Geldschöpfung, die zunehmende Komplexität des Systems der Kreditbegrenzung und die wachsende Bedeutung der Disintermediationsprozesse machten die Politik der Kreditplafondierung zur Kontrolle der Geldmengenentwicklung zu einem unwirksamen Instrument. Der Anteil der von den Kreditgrenzen erfaßten Bankkredite sank über die Jahre kontinuierlich.<sup>346</sup> Deswegen mußte verstärkt über die Zinspolitik das Doppelziel binnen- und außenwirtschaftlicher Währungsstabilität verfolgt werden. Da aber gleichzeitig das Wachstumsziel dominant blieb, konnte die Zinspolitik das Stabilitätsziel nicht erreichen. Die stark expansive Lohn- und Fiskalpolitik der neugewählten sozialistischen Regierung erhöhte den Inflationsdruck weiter.

---

hörden auch immer offensichtlicher, daß eine direkte Geldpolitik nicht mehr den Anforderungen der Zeit entsprach. Die Finanzmarktreformen sollten deshalb auch das Fundament für einen geldpolitischen Konzeptionswandel legen, der Anfang der achtziger Jahre in Angriff genommen wurde (siehe unten).

<sup>342</sup>Vgl. Méritz (1991), S. 11.

<sup>343</sup>Für eine Beschreibung des sehr komplexen Vorgangs der Festlegung des Geldmengenzwischenziels in Frankreich siehe Quintyn (1993), S. 288, Fußnote 18.

<sup>344</sup>Vgl. Ververka (1989), S. 91f.

<sup>345</sup>Z.B. zwischen Juli und Oktober 1982.

<sup>346</sup>Er betrug 1973 76,8% und sank 1983 auf nur noch 56,8%. Betrachtet man nicht nur die Bankkredite, sondern alle Kreditarten inklusive der Finanzmärkte, so betrug der Anteil der begrenzten Kredite gar nur 30,6%. Vgl. Quintyn (1991), S. 11f.

Es kam zu Handelsbilanzdefiziten und trotz Zinserhöhungen in Folge von Abwertungsspekulationen zu hohen Kapitalexporten und schließlich zu drei Abwertungen des Franc im ERM. Es gab ernsthafte Überlegungen, den Wechselkursmechanismus zu verlassen, um auf diese Weise ohne die externe Wechselkursbeschränkung eine expansivere Wirtschaftspolitik betreiben zu können.<sup>347</sup> Letztlich entschied man sich aufgrund der Nachteile gegen einen solchen Schritt. Die resultierende Franc-Abwertung hätte zum einen die Importpreise in die Höhe getrieben. Zum anderen hätte sich das Problem der Auslandsverschuldung, insbesondere das der Revolvierung von Auslandskrediten, verschärft. Schließlich hätte ein Austritt die Unterstützung der europäischen Partner gekostet und letztlich unerwünschte Zinserhöhungen erforderlich gemacht.<sup>348</sup>

Betrachtet man die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg bis 1983 zusammenfassend, so fallen das hohe Maß an Staatsinterventionismus und die starke Gewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels in Frankreich auf. Geldpolitisch sollten diese Ziele über eine Niedrigzinspolitik und eine selektive Kreditpolitik erreicht werden. Zwar erzielte Frankreich tatsächlich überdurchschnittliche Wachstumsraten, jedoch waren die langfristigen negativen Folgen gravierend. Aufgrund des hohen Einflusses des Staates auf die Wirtschaft im Zuge der Planification machte die Bevölkerung in noch viel höherem Maße als in anderen Ländern die Regierung und Verwaltung für die wirtschaftliche Entwicklung verantwortlich. Daher führte jede Verschlechterung der Lage der Gesamtwirtschaft oder einzelner Interessengruppen zu massiven sozialen Unruhen, Protesten und Streiks. Der Staat reagierte darauf mit Besitzstandsgarantien in Form der Lohnindexierung (für Arbeitnehmer), der Ertragsindexierung und der Etablierung der Gemeinsamen Agrarpolitik im Rahmen der EG (für Landwirte), von Subventionen und Kreditgarantien (für Unternehmen) und von Zentralbankkreditgarantien und Privilegien (für Kreditinstitute) sowie mit allgemeinen Budgetausdehnungen.

Geldpolitisch von besonderer Bedeutung waren dabei die inflationstreibende Lohnindexierung<sup>349</sup> und die Kreditgarantien. Letztere führten über eine im Zusammenhang mit der negativen Realverzinsung der Kredite hohen Kreditnachfrage zu einem sehr hohen Kreditwachstum. Dieses verursachte wiederum über die erzwungene Monetarisierung durch die Notenbank aufgrund des unbegrenzten Refinanzierungszugangs der Banken eine starke Geldmengenausdehnung und letztlich überdurchschnittlich hohe Inflationsraten.

Zusätzlich wurde das Finanzsystem von den staatlichen Eingriffen sehr beeinträchtigt und war so stark segmentiert, daß es bis in die siebziger Jahre die ihm zugeordneten Funktionen nicht effizient erfüllen konnte. Die fehlende Entwicklung von Finanzmärkten und die hohe Liquiditätspräferenz der Sparer führte zur Herausbildung einer Verschuldungswirtschaft, in der die Zentralbank aufgrund der finanziellen Abhängigkeit

<sup>347</sup>Vgl. Modery (1996), S. 254.

<sup>348</sup>Vgl. Friend (1989), S. 66.

<sup>349</sup>Die resultierende Reallohnstarrheit brachte die Unternehmen insbesondere in Rezessionsphasen in Ertragsschwierigkeiten und zwang sie zur Deckung der entstehenden Liquiditätslücken zur Überziehung ihrer Bankkonten.

der Banken und Industrieunternehmen von Krediten nicht zum Einsatz marktkonformer Instrumente fähig war. Da indirekte Instrumente wie Kreditgrenzen, Konvertibilitätsbeschränkungen und Preiskontrollen durch Ausnahmeregelungen für das Wachstumsziel, den Kreditbedarf der Wirtschaftssubjekte und den internationalen Wettbewerbsdruck ebenfalls nicht ausreichend für die Kontrolle der Geldmengenentwicklung waren, war die französische Inflationsentwicklung negativer als in vielen anderen Industrieländern. In einer Art Teufelskreis führte dies im Investitionsverhalten der Unternehmen und bei den Spar-Konsum-Entscheidungen der Haushalte zu Verzerrungen mit langfristig negativen Auswirkungen auf die Entwicklung der Volkswirtschaft. Letztendlich hatten die hohe Verschuldung der Banken und Unternehmen, das Fehlen entwickelter Finanzmärkte, die deswegen notwendige Sicherstellung des Zugangs zu Zentralbankkrediten und die Verfolgung des Wachstumsziels über eine Niedrigzinspolitik, zusammengefaßt die Charakteristika der Verschuldungswirtschaft, einen Mangel an effizienten geldpolitischen Instrumenten zur Folge und machten die Volkswirtschaft zu anfällig für eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik.<sup>350</sup>

Die Aufrechterhaltung der Franc-Parität im Wechselkurssystem von Bretton Woods und im frühen EWS wurde zudem nicht als bindende Restriktion der Geldpolitik angesehen.<sup>351</sup> Der Versuch, über Konvertibilitätsbeschränkungen den Franc zu stabilisieren, scheiterte aufgrund der hohen Inflationsraten, so daß es periodisch zu Währungskrisen und Abwertungen des Franc kam.<sup>352</sup> Entscheidendes Problem der Franc-Abwertungen war, daß sich eine gewisse Gewöhnung an die Leitkursanpassungen einstellte. So forderten die französischen Unternehmen bei einer Verschlechterung ihrer Exportchancen eine Franc-Abwertung, statt sich um eine realwirtschaftlich fundierte Stärkung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu bemühen.<sup>353</sup> Außerdem resultierte jede Abwertung in einem Anstieg der Inflationserwartungen und löste so Inflations-Abwertungs-Spiralen aus.

Schließlich setzte sich in Frankreich die Erkenntnis durch, daß hohe Inflationsraten in einer stabilitätsorientierten internationalen Umgebung zu wachstumsschädlichen Exporteinbrüchen, Kapitalexporten und Investitionsenthaltungen führen. Gleichzeitig erkannte man, daß der Staat als bestimmender Faktor im Finanzsystem und bei der Kreditallokation nicht mehr in der Lage war, mit Hilfe einer direkten Geldpolitik gleichzeitig für Wachstum und Stabilität zu sorgen. Daher entschloß man sich 1983 zu einem grundsätzlichen Wandel der geldpolitischen Konzeption.

### **5. Der Wechselkurs als dominantes Zwischenziel: Die Politik des „Franc fort“ seit 1983**

Nachdem der Franc innerhalb der ersten vier Jahre nach der Gründung des EWS trotz massiver Kapitalverkehrskontrollen aufgrund der hohen Inflation in Frankreich dreimal hatte abgewertet werden müssen und man zudem nicht die erhofften Wachstums-

<sup>350</sup>Vgl. Loriaux (1991), S. 55f.

<sup>351</sup>Vgl. Loureiro (1996), S. 56.

<sup>352</sup>Vgl. Sachs/Wyplosz (1986), S. 275-277.

<sup>353</sup>Vgl. Icard (1994c), S. 242.



raten erreicht hatte,<sup>354</sup> kam es nach der Währungskrise von 1983 und der Abwertung des Franc um 3,75% in der französischen Geldpolitik zu einem radikalen Wechsel der Zielprioritäten. Der Stabilisierung des Binnen- und des Außenwerts des Franc wurde zum ersten Mal Vorrang vor dem Wachstumsziel gegeben.<sup>355</sup> Ziel der Geldpolitik sollte es daher sein, niedrige Inflationsraten zu erreichen, um weitere Abwertungen des Franc zu vermeiden und die Inflations-Abwertungs-Lohnsteigerungs-Spirale zu brechen.<sup>356</sup> Diese Politik wurde als Politik des „Franc stable“ oder des „Franc fort“, als Politik des starken Franc, bezeichnet.<sup>357</sup>

Das neue Hauptziel erforderte einen völligen Umbau des Finanzsystems, des Finanzverhaltens der Wirtschaftssubjekte und der Geldpolitik. Das System einer Verschuldungswirtschaft, in dem die Verwundbarkeit der Banken und Unternehmen diesen einen uneingeschränkten Zugang zu billigen Krediten sicherte und so einen immerwährenden Hang zu einer übermäßigen, die Preisstabilität bedrohenden Expansion der Geldmenge erzeugte, mußte umgestaltet werden. Ziel der Reformen, deren institutioneller Teil in Kapitel D.III.2. beschrieben wurde, war daher der Wandel des Finanzsystems in ein marktorientiertes System. Über den gleichzeitigen Umbau des heterogenen Trennbankensystems in ein weniger anfälliges Universalbankensystem sollte so der Übergang zu einer indirekten, zinsorientierten Geldpolitik ermöglicht werden.<sup>358</sup>

Eine zentrale Rolle innerhalb dieser Politik spielte die Wechselkursparität des Franc im ERM als Zwischenzielgröße. Die Einhaltung dieses Zwischenziels, insbesondere des Wechselkurses zur D-Mark, erforderte eine Disziplinierung der französischen Geldpolitik (*advantage of tying one's hands*<sup>359</sup>). Der nun beabsichtigte Verzicht auf nominelle Abwertungen erforderte eine Disinflationpolitik, um eine reale Aufwertung des Franc, die das Exportgeschäft geschädigt und die Zahlungsbilanz belastet hätte, vermeiden zu können. Zusätzlich versprach man sich von diesem Schritt eine Senkung der Inflationserwartungen durch einen Import der Glaubwürdigkeit der Deutschen Bundesbank. Außerdem sollte sich das Wechselkursziel zu einer Orientierungsgröße für die tägliche Steuerung der Geldmarktzinsen entwickeln. Verbunden war diese Politik mit der Hoffnung auf eine mittelfristige Senkung des allgemeinen Zinsniveaus.<sup>360</sup>

<sup>354</sup>Vgl. Fratianni/von Hagen (1992), S. 50f.

<sup>355</sup>Vgl. Onofri/Tomasini (1992), S. 79f. Die sozialistische Regierung unter Mitterrand begann in einer völligen Umkehrung ihrer bisherigen Politik die Pläne ihrer Vorgängerregierungen für eine Reform des Finanzsystems und der Geldpolitik hervorzuholen und umzusetzen. Diese Reformen werden im folgenden beschrieben.

<sup>356</sup>Unterstützt wurde die Geldpolitik dabei von einer die inflationstreibende Lohnindexierung beendenden Einkommenspolitik und einer zunehmend restriktiven Fiskalpolitik. Vgl. Icard (1994c), S. 242-253.

<sup>357</sup>Trotzdem war es 1983/84 zur Aufrechterhaltung der Franc-Parität im ERM notwendig, die Devisenkontrollen spürbar zu verschärfen. Grund hierfür war die Zeit, die die Regierung brauchte, um ihren politischen Kurswechsel bei den Wirtschaftssubjekten glaubwürdig zu machen.

<sup>358</sup>Vgl. Quintyn (1991), S. 15f.

<sup>359</sup>Vgl. Giavazzi/Pagano (1988).

<sup>360</sup>Vgl. Icard (1994a), S. 89 und Bordes/Girardin (1992), S. 101f. Zudem erforderte die relativ hohe Auslandsverschuldung Frankreichs (30% der Staatsanleihen wurden von Ausländern gehalten) eine Stabilisierung des Franc-Kurses, um von Währungskrisen initiierte Verkäufe und Verschuldungsprobleme zu vermeiden. Vgl. Icard (1994c), S. 241.

Schließlich sollte über eine Stabilisierung der Wechselkursentwicklungen in Europa der französische Außenhandel, der zu über 60% mit den EG-Partnerländern abgewickelt wurde, unterstützt werden.

1987, nach einer letzten Franc-Abwertung,<sup>361</sup> wurde die Strenge des Wechselkursziels verschärft, als man im EWS beschloß, weitere Leitkursanpassungen zu vermeiden. Allerdings erforderte dies in Frankreich eine restriktivere Geldpolitik und damit ein höheres Realzinsniveau als in Deutschland.<sup>362</sup> Diese Risikoprämie zeigte einerseits die noch fehlende Glaubwürdigkeit der französischen Geldpolitik und andererseits die neue Bereitschaft der französischen Regierung, die Stabilisierung des Franc zu Lasten des Wachstumsziels vorzunehmen.

Jedoch blieb das Wachstumsziel in der französischen Politik bedeutend. Kennzeichnend hierfür war das beständige Bestreben, über eine expansive Geldpolitik das inländische Zinsniveau abzusenken, solange der Franc im ERM stabil war. Dies nährte auf den Finanzmärkten Zweifel an der Stabilitätsorientierung der französischen Wirtschaftspolitik und verringerte die Glaubwürdigkeit der Politik des „Franc fort“. Dadurch neigte der Franc häufig zur Schwäche. In diesen Phasen wiederum versuchte man, durch den Einsatz von intramarginalen Devisenmarktinterventionen und durch das Ausnutzen des Fluktuationsbandes des Wechselkurses Zinserhöhungen zur Stützung des Franc zu vermeiden. Erst wenn mit diesen Instrumenten keine Stabilisierung gelang, griff man als letzte Maßnahme auf Zinserhöhungen zurück.<sup>363</sup>

Dennoch wird der Erfolg der Geldpolitik des „Franc stable“ von der internen und externen Franc-Stabilität bis 1992 belegt. Die französische Inflationsrate sank unter das deutsche Niveau, und weitere Paritätsänderungen im ERM konnten vermieden werden.

Das Geldmengenzwischenziel blieb als zweite Zwischenzielgröße untergeordnet bestehen (siehe Tabelle F.7). Dies bedeutete, daß man im Falle eines Zielkonflikts versuchte, das Wechselkursziel einzuhalten, während das Geldmengenziel entweder angepaßt oder bewußt verfehlt wurde.<sup>364</sup> Das Geldmengenziel sollte den Wirtschaftssubjekten dabei als Indikator für die zukünftige Richtung der Geldpolitik dienen. Zusätzlich sollte es Symbol für die Entschlossenheit der Regierung sein, das Wechselkursziel zu erreichen, und so die Inflationserwartungen positiv beeinflussen. Bis 1983 setzte die Banque de France Ziele für das Geldmengenaggregat M2 fest, 1984/85 nur für die inländische Komponente M2R,<sup>365</sup> 1986 für M3, von 1987-1990 Doppelziele für M2

<sup>361</sup> Diese betrug 3%. 1986 war der Franc bereits um 6% gegenüber der D-Mark abgewertet worden.

<sup>362</sup> Vgl. Méritz (1991), S. 26f.

<sup>363</sup> Vgl. Del Giovane (1994), S. 27f.

<sup>364</sup> Vgl. Bryant (1994), S. 263f. und Eijffinger (1993), S. 172.

<sup>365</sup> Im Zuge der Dollarstärke gegenüber der D-Mark war es 1980 zuerst zu hohen Kapitalzuflüssen nach Frankreich, dann während der Franc-Krise von 1983 zu starken Kapitalabflüssen gekommen, die in hohen Schwankungen der Geldmenge resultierten. Deshalb ging man in den folgenden zwei Jahren zu einem rein binnenwirtschaftlich orientierten Aggregat über.

und M3.<sup>366</sup> Um gegen Kapitalverschiebungen zwischen den traditionellen, in den Geldmengenaggregaten erfaßten kurzfristigen Bankeinlagen und neuentwickelten, nicht in den Geldmengenaggregaten erfaßten, substitutiven Finanzinstrumenten möglichst gut geschützt zu sein, ging man 1991 vollends auf das breitere Geldmengenaggregat M3 über, das insbesondere die Geldmarktfonds miteinbezog.<sup>367</sup> Außerdem hoffte man sich einen engeren Zusammenhang zur Entwicklung des BIP. Zusätzlich näherte man sich dadurch dem Verfahren der Bundesbank an, die ebenfalls das Geldmengenaggregat M3 zum Zwischenziel hatte. Trotzdem erwies sich die Stabilität und Aussagekraft des Geldmengenaggregats als relativ gering, so daß der Wechselkurs zunehmend an Bedeutung gewann, während das Geldmengenziel überwiegend als psychologische Signalgröße zur Beeinflussung der Erwartungen eingesetzt wurde.

Der Wechsel der Zwischenzielpriorität erforderte auch einen Wechsel des Instrumentariums der Banque de France. Diese Umstellung erfolgte allmählich über mehrere Jahre. Um eine restriktive Geldpolitik noch gewährleisten und eine ständig drohende, unkontrollierbare Kreditexplosion vermeiden zu können, sahen sich die Behörden 1984 in einem ersten Schritt dazu gezwungen, das akkumulierte, nicht ausgenutzte Kreditvolumen im Bankensystem für ungültig zu erklären.<sup>368</sup> Da die Geldmenge aufgrund eventuell notwendiger Devisenmarktinterventionen in einem System fester Wechselkurse endogen ist,<sup>369</sup> war ein System der auf eine quantitative Kontrolle des Geldmengenwachstums gerichteten, direkten Kreditgrenzen unangebracht.<sup>370</sup> 1985 wurden die Kreditgrenzen deshalb endgültig aufgehoben. Stattdessen wurde für 1985 und 1986 ein Mindestreservesystem auf Basis von Bankaktiva mit stark progressiven Sätzen erhoben.<sup>371</sup> Dabei wurde zwar die Zahl der Ausnahmeregelungen verringert, jedoch blieben Kredite an Wachstumsbranchen und langfristig refinanzierte Kredite erneut ausgenommen.<sup>372</sup> Stattdessen gewannen Instrumente einer indirekten Zinspolitik an Gewicht. Der Interventionszinssatz auf dem Interbankenmarkt wurde z.B. nicht

<sup>366</sup> Vgl. de Boissieu (1987), S. 159. Die erneute Einbeziehung des engeren Aggregats M2 wurde mit dessen besserer Eignung zur Beurteilung der neuen zinsorientierten geldpolitischen Konzeption begründet, vgl. Robert/Patat (1988), S. 59. Zusätzlich kam es durch die Einbeziehung neuer Finanzinstrumente zu häufigen Neudefinitionen der Aggregate. 1986 wurde z.B. die institutsbezogenen Definitionen der Geldmengenaggregate auf eine geldfunktionsorientierte umgestellt, vgl. Quintyn (1991), S. 8f. Für einen ausführlichen Überblick über die Definitionen der Geldmengenaggregate und deren Wandel siehe Bordes/Strauss-Kahn (1987), S. 72-76 und Raymond (1990), S. 32 und S. 43.

<sup>367</sup> Vgl. Eiffinger (1993), S. 175.

<sup>368</sup> Außerdem sollte dadurch die Berechenbarkeit der Geldmengenentwicklung wieder verbessert werden, um so die Einhaltung des Geldmengenzwischenziels zu erleichtern.

<sup>369</sup> Dementsprechend entwickelten sich Kreditwachstum und Geldmengenzunahme in den Jahren der quantitativen Kreditgrenzen erstaunlich parallel, während in den achtziger Jahren deutlich divergierende Bewegungen aufgrund des Einflusses außenwirtschaftlicher Entwicklungen auftraten. Vgl. Quintyn (1993), S. 289f.

<sup>370</sup> Hinzu kam, daß die im Zuge der europäischen Währungsintegration einsetzende Liberalisierung des Kapitalverkehrs den Wirtschaftssubjekten eine Umgehung der Kreditgrenzen durch die Aufnahme von Krediten im Ausland ermöglichte, so daß dieses Instrument seine Wirkung verlor. Vgl. de Boissieu (1987), S. 156.

<sup>371</sup> Vgl. Chaîneau (1986), S. 40-42.

<sup>372</sup> Ihr Anteil am Gesamtkreditvolumen sank aber im Vergleich zu früheren Jahren bis 1988 stark, vgl. Icard (1994b), S. 17 und Enfrun/Cordier (1994), S. 90f.

mehr jeden Morgen von der Banque de France fixiert, so daß die Marktkräfte verstärkt die Zinsbestimmung übernehmen konnten.<sup>373</sup>

Wertpapierpensionsgeschäfte und Outrightgeschäfte, also die Offenmarktpolitik, wurden nach und nach zu den dominierenden Instrumenten einer marktorientierten Steuerung des Zinsniveaus durch die Banque de France. Aufgrund der Homogenisierung der Finanzmärkte im Zuge der Reformen stieg die Effizienz der Zinspolitik, da Zinsimpulse der Notenbank leichter vom Markt übertragen wurden und eine größere Gruppe der Marktteilnehmer betrafen.

Mit Beginn des Jahres 1987 wurde in Frankreich dann zum zweiten Mal nach 1967 versucht, endgültig von einer Geldpolitik der direkten Steuerung auf eine Politik der indirekten Steuerung überzugehen. Die Aktiv-Mindestreserve wurden durch die reaktivierte Passiv-Mindestreserve ersetzt.<sup>374</sup> Anstelle von Outrightkäufen von Staatswertpapieren wurden periodische Wertpapierpensionsgeschäfte in Form der appels d'offres ergänzt durch die pensions de cinq à dix jours zum wichtigsten Instrument der Banque de France.<sup>375</sup> Im wesentlichen verfolgte die Banque de France seither eine Zinspolitik, bei der sie den Interbankenmarkt durch die Vorgabe eines Zinsbands steuerte. Die Zinsuntergrenze wurde dabei durch den Zinssatz der appels d'offres vorgegeben, der oftmals als Interventionszinssatz bezeichnet wurde. Die Zinsobergrenze wurde durch den Zinssatz der pensions de cinq à dix jours festgesetzt. Zusätzlich verwendete die Banque de France zur Steuerung von Tagesschwankungen unregelmäßig Outrightgeschäfte im Markt für Schatzwechsel sowie ein- bis zweitägige Repogeschäfte und steuert so den Tagesgeldzinssatz des Interbankenmarkts.<sup>376</sup>

Die Reform der geldpolitischen Instrumente von 1983-1987 kann als ein eher fließender Übergang von einer Geldpolitik der administrativ festgelegten Zinssätze zu einer Zinspolitik des offenen Marktes bezeichnet werden. Die Banque de France ging parallel zur Weiterentwicklung des Finanzsystems allmählich von einer Politik der Zinsfestlegung zu einer Politik des Leitens des Marktzinsniveaus, orientiert am Wechselkurs-

<sup>373</sup> Vgl. Kneeshaw/Van den Bergh (1989), S. 92.

<sup>374</sup> Vgl. Mader (1989), S. 130. In der Anfangsphase der neuen Konzeption versuchte die Banque de France das Mindestreserveinstrument aktiv und unabhängig von der wechsellkursorientierten Zinspolitik zur Beeinflussung des Geldmengenzwischenziels zu nutzen. Jedoch zeigte sich bald, daß die hierfür benötigte Eigenständigkeit des Mindestreserveinstruments nicht bestand. Vgl. Eijffinger (1993), S. 181.

<sup>375</sup> Die zuvor verwendeten ein- und dreimonatigen Wertpapierpensionsgeschäfte waren 1980 beendet worden. In der Übergangszeit bis 1987 nutzte die Banque de France Outrightgeschäfte und Sieben-Tages-Repo-Geschäfte mit Notenbankinitiative zur Steuerung des Geldmarktes. Auch Ein-Tages-Repogeschäfte wurden als sehr flexibles Instrument verwendet. Das Sieben-Tage-Repo-Instrument wurde 1988 aufgrund hoher Unsicherheiten im Geldmarkt in die laufezeitenflexibleren pensions de cinq à dix jours umgewandelt. Grund für die Umgestaltung der offenmarktpolitische Instrumente war das Bestreben der Banque de France, die Initiative für liquiditätsfördernde Maßnahmen am Geldmarkt von den Banken zurückzuholen, um so die Kontrolle über die Geldschöpfung wieder zu erlangen. Auch die Diskontierung von Exportkrediten zu Vorzugszinsen war 1980 zur Stärkung der Geldmengenkontrolle eingestellt worden. Vgl. Kneeshaw/Van den Bergh (1989), S. 25, Fußnote 12 und S. 36.

<sup>376</sup> Siehe Kapitel E.III.2.2.

zwischenziel, über. Zusammenfassend konnte diese Konzeption als eine Geldpolitik der Verfolgung eines Geldmengenzwischenziels unter dem dominanten Zwischenziel des Wechselkurses mit Hilfe zinspolitischer Instrumente der Offenmarktpolitik ergänzt durch das Mindestreserveinstrument zur Erreichung des Geldwertstabilitätsziels beschrieben werden.<sup>377</sup>

Im Gegensatz zum ersten Versuch eines Übergangs zu einer indirekten Zinspolitik in den sechziger Jahren kann diese Reform als gelungen bezeichnet werden. Hauptgrund für diesen Erfolg war das Setzen eines Hauptziels, Geldwertstabilität, und der weitestgehende Verzicht unter kurzfristig konfliktären Bedingungen gleichzeitig Stabilitäts- und Wachstumsziel verfolgen zu wollen. Dieses Mal war die Regierung bereit, die Zinsen so hoch zu setzen wie es zur Erreichung eines wertstabilen Franc notwendig war und auf kurzfristige Wachstumseffekte einer Niedrigzinspolitik zu verzichten. Insbesondere der Wechsel der Zielpriorität im Rahmen der Geldpolitik hin zu einer strikten Einhaltung der Wechselkursparität des Franc im EWS wurde dabei ein hohes Gewicht beigemessen.<sup>378</sup> Zusammen mit einer dadurch notwendig gewordenen stabilitätsorientierten Lohn- und Fiskalpolitik<sup>379</sup> gelang es, die Inflationserwartungen zu senken und einen erstaunlich raschen Rückgang der Preissteigerungsraten herbeizuführen.

Die gewählte geldpolitische Konzeption war so erfolgreich, daß Frankreich 1990 seine Kapitalverkehrskontrollen vollständig aufheben konnte und Anfang der neunziger Jahre sogar niedrigere Inflationsraten als Deutschland erreichte. Gleichzeitig kam es zu der erhofften Annäherung der französischen Zinsen an das niedrigere deutsche Niveau, wovon man sich langfristige Wachstumsimpulse über erhöhte Investitionen versprach.<sup>380</sup> Als die deutsche Regierung 1990 im Zuge der Wiedervereinigung eine Aufwertung der D-Mark vorschlug, lehnte Frankreich trotz einer rezessiven Wirtschaftsentwicklung und steigender Arbeitslosigkeit eine Abwertung des Franc ab. Dieser Verzicht auf eine wachstumsfördernde Abwertungsstrategie sollte die Glaubwürdigkeit der stabilitätsorientierten Geldpolitik des „Franc stable“ weiter erhöhen und zu einem zusätzlichen Rückgang der Zinsdifferenz zu Deutschland führen.<sup>381</sup>

Der zweite Hauptgrund für den Erfolg des geldpolitischen Konzeptionswandels waren die Finanzmarktformen in den achtziger Jahren. Die dadurch erreichte Breite und Homogenisierung der Finanzmärkte, die Einführung neuer Finanzinstrumente, der vermehrte Wettbewerb zwischen den Banken und das veränderte Finanzierungsverhalten der Unternehmen und Haushalte, zusammenfassend die Entwicklung von einer Verschuldungswirtschaft zu einer vermehrt marktorientierten Volkswirtschaft, erhöhte im Laufe der Zeit die Wirksamkeit der Zinspolitik. Die Erfahrungen, die Frankreich während beider Reformen machen mußte, weisen schließlich darauf hin, welche Be-

<sup>377</sup>Vgl. Icard (1994a), S. 88.

<sup>378</sup>Vgl. Icard (1994c), S. 244f.

<sup>379</sup>Seit 1982 galt in Frankreich die Regel, daß das Budgetdefizit nicht höher als drei Prozent des BIP liegen sollte. Diese Regel wurde außer 1983 eingehalten. Erst seit 1993 wird wieder gegen sie verstoßen. Vgl. Handelsblatt vom 25.06.1997, Nr. 119, S. 27.

<sup>380</sup>Vgl. Icard (1994c), S. 245-247 und S. 254f.

<sup>381</sup>Vgl. Méhitz (1995), S. 625.



deutung dem richtigen Instrumentarium der Notenbank und der richtigen Abfolge der geldpolitischen Reformen im Verhältnis zur Entwicklung der Finanzmärkte im Übergang von einer indirekten zu einer direkten Geldpolitik beizumessen ist.<sup>382</sup>

Trotzdem kam es auch in Frankreich zu Zielverfehlungen, insbesondere beim Geldmengenzwischenziel, die die Glaubwürdigkeit der Notenbank bedrohten. Aufgrund der Veränderungen im Finanzsektor (Securisation, Globalisierung, Disintermediation) beobachtet die Banque de France heute in Ergänzung zu der mit einer Zinspolitik kurzfristig schwer steuerbaren Geldmenge weitere Indikatoren wie z.B. sogenannte Investitionsaggregate, P1 und P2, die auch langfristige Finanzinstrumente umfassen, oder das binnenwirtschaftliche Gesamtkreditvolumen (total domestic debt). Letzteres beinhaltet sämtliche Kreditquellen, die französische Wirtschaftssubjekte in Anspruch nehmen, und ist daher unempfindlich gegenüber Intermediationsveränderungen im Finanzsystem und insofern aussagekräftiger.<sup>383</sup>

Trotz des Erfolgs der französischen Geldpolitik geriet der Franc 1992 nach der Ablehnung des Vertrags von Maastricht durch die dänische Bevölkerung unter Druck, da das Abstimmungsergebnis die Währungsintegration in Frage stellte und die Wahrscheinlichkeit eines Realignments erhöhte.<sup>384</sup> Devisenspekulanten verkauften daraufhin massiv Franc.

Ein Grund hierfür war, daß der Franc seit 1987 aufgrund des akkumulierten Inflationsvorsprungs real aufgewertet hatte. Die resultierende Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland konnte als eine Ursache der in Frankreich höheren Arbeitslosigkeit verstanden werden. Es ergab sich die auf dem ersten Blick paradoxe Entwicklung, daß die strikte Verfolgung einer wechsellkursorientierten, restriktiven Geldpolitik, die Ausdruck in einem zu langen Festhalten an einem fixierten Leitkurs fand, in der Rezession Ende der achtziger Jahre die Glaubwürdigkeit dieser Politik sogar gemindert hatte. Aufgrund des Anstiegs der Arbeitslosigkeit auf gesellschaftlich nicht mehr tolerierte Höhen und der resultierende Hysteresis-Effekte nahmen die Abwertungserwartungen gegenüber dem Franc immer stärker zu.<sup>385</sup> Dennoch konnte aufgrund des Widerstands Frankreichs der von Deutschland und Italien zur Bewältigung der Spannungen im EWS 1992 vorgeschlagene Weg eines allgemeinen

<sup>382</sup>Vgl. Quintyn (1993), S. 296.

<sup>383</sup>Auffallend ist die parallele Entwicklung dieses Aggregats zur Entwicklung der Geldmenge M3. Vgl. Icard (1994a), S. 92-99.

<sup>384</sup>Vgl. Rose/Svensson (1994), S. 1211.

<sup>385</sup>Fehn/Modery (1996), S. 370-388 leiten diese These in einem formalen Modell ab, in dem sie nachweisen, daß aufgrund von Hysteresis-Effekten auf dem Arbeitsmarkt der Anreiz für die Regierung steigt, durch überraschend hohe Abwertungsraten einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Jedoch kann diesem „Glaubwürdigkeitsparadoxon“ entgegen gehalten werden, daß eine Lockerung der Geldpolitik zur Verhinderung des Anstiegs der Arbeitslosigkeit von den Märkten als Aufgabe der Politik des Franc fort angesehen worden wäre und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik genauso untergraben hätte. Einziger Ausweg aus dem Dilemma wäre die Verhinderung des Anstiegs der Arbeitslosigkeit durch nicht-monetäre, strukturelle Maßnahmen wie Arbeitsmarktflexibilisierung, Reallohnzurückhaltung oder sonstige angebotspolitische Maßnahmen gewesen.



Realignments mit einer verhältnismäßig geringen Aufwertung der D-Mark,<sup>386</sup> nicht durchgesetzt werden. In Frankreich befürchtete man, daß eine Abwertung des Franc zu einem starken Glaubwürdigkeitsverlust der Politik des Franc fort geführt und so die Stabilitätserfolge der vergangenen Jahre gefährdet hätte. Zusätzlich sah Frankreich seine Verhandlungsposition in Fragen der Währungsunion gegenüber Deutschland durch eine Abwertung des Franc gefährdet.<sup>387</sup>

Stattdessen mußte die Banque de France ihre Leitzinsen ebenfalls erhöhen, als die Deutsche Bundesbank im Zuge der Deutschen Einheit zur Vermeidung inflationärer Entwicklungen die Zinsen erhöhen mußte. Dies geschah zu einem Zeitpunkt, in dem die konjunkturelle Lage gerade in Frankreich Zinssenkungen erforderlich gemacht hätte, also ein asymmetrischer Konjunkturverlauf im de facto-Leitwährungsland und in den sonstigen EWS-Mitgliedsländern vorlag. Die Devisenmarktakteure bezweifelten daher mit der Fortdauer der deutschen Hochzinspolitik zunehmend, daß die französische Regierung unter Inkaufnahme stärker steigender Arbeitslosigkeit<sup>388</sup> bereit wäre, diese restriktive Geldpolitik zur Aufrechterhaltung der Franc-Parität durchzuhalten.<sup>389</sup> Ähnlich wie in Großbritannien waren Anhebungen des Leitzinsniveaus zeitinkonsistent. Aufgrund der negativen Auswirkungen auf das Beschäftigungsniveau verringerten Zinserhöhungen die Glaubwürdigkeit der Franc-Bindung anstatt sie zu erhöhen.<sup>390</sup> Verstärkt wurde dieser Effekt zusätzlich dadurch, daß gleiche Nominalzinsen in beiden Ländern aufgrund der inzwischen niedrigeren französischen Inflationsrate mit höheren Realzinsen in Frankreich verbunden waren.<sup>391</sup> Basierend auf diesen Argumenten entwickelte sich eine starke Abwertungserwartung für den Franc. Da zusätzlich die Konstruktionsweise des ERM den Spekulanten die Möglichkeit zur risikolosen Einwegspekulation bot,<sup>392</sup> kam es zu den erwähnten starken Franc-Verkäufen. Der Austritt von Lira und Pfund aus dem ERM im September 1992 signalisierte den Marktteilnehmern dann, daß die Regierungen tatsächlich nicht um jeden Preis bereit waren, die Paritäten zu halten. Dies verringerte die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindungen weiter und verstärkte den Druck auf den Franc zusätzlich.

Im Frühjahr 1993, als sich die Devisenmärkte zwischenzeitlich beruhigt hatten, senkte die Banque de France jedoch zur Ankurbelung der Konjunktur ihre Leitzinsen rasch wieder. Der Spread zwischen französischem und deutschem Leitzinsniveau sank von März bis Mai 1993 von drei Prozentpunkten auf beinahe null. Da der Wechselkurs des

<sup>386</sup>Ein Überlappen zwischen alter und neuer Wechselkurszone hätte abrupte Wechselkurssprünge vermeiden helfen und so über eine Verringerung des möglichen Ertrags von Spekulationen diese dämpfen können.

<sup>387</sup>Vgl. Méritz (1995), S. 621.

<sup>388</sup>De Grauwe (1994), S. 153-158 zeigt generell den großen Einfluß auf, den die Entwicklung der Arbeitslosigkeit auf die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindungen im EWS hatte.

<sup>389</sup>Vgl. Eichengreen/Wyplosz (1993), S. 30-33.

<sup>390</sup>Vgl. Drzen/Masson (1994), S. 746-752.

<sup>391</sup>Vgl. Méritz (1995), S. 622, Tabelle 1.

<sup>392</sup>Die Spekulanten konnten Francs auf dem Kassamarkt in der Gewißheit verkaufen, diese später entweder im Falle der Abwertung billiger mit Gewinn oder im Falle der erfolgreichen Verteidigung der Parität durch die Notenbank zum Verkaufskurs nahezu verlustfrei zurückkaufen zu können. Diese Risikofreiheit erklärt den großen Umfang der Spekulationen. Vgl. Ohr (1996d), S. 215.

Franc trotz dieser Politik stabil geblieben war, glaubte man in Frankreich den Franc endlich in eine der D-Mark vergleichbaren Position im EWS gebracht zu haben. Die Banque de France setzte daraufhin ihre Zinssenkungen fort, so daß das französische Leitzinsniveau das deutsche im Juni sogar unterschritt.<sup>393</sup> Ökonomischer Grund für dieses aggressive Verhalten der französischen Währungsbehörden war die Erkenntnis, daß die binnenwirtschaftliche Situation in Frankreich, insbesondere die stark steigende Arbeitslosigkeit, ein niedrigeres Zinsniveau erfordert hätte als in Deutschland.<sup>394</sup> Von den Devisenmärkten wurde das französische Verhalten jedoch als geldpolitischer Kurswechsel in Richtung einer zumindest kurzfristigen Höhergewichtung des Beschäftigungsziels interpretiert. Als die Bundesbank selbst im Juli noch bei ihrer strikten Geldpolitik blieb, kam es erneut zu spekulativen Attacken auf den Franc. Die Märkte sahen in dieser Entscheidung der Bundesbank eine Einschränkung der geldpolitischen Koordination der beiden wichtigsten Staaten im EWS und somit eine Begrenzung der Unterstützung des Franc durch die Bundesbank. Zu einer Veränderung der Paritäten war man alternativ erneut nicht bereit, da man sie aufgrund der realwirtschaftlichen Fundamentaldaten für korrekt hielt. Außerdem sah man in einem solchen Schritt eine die Spekulanten bestätigende und so neue Attacken fördernde Lösung. Zusätzlich befürchtete die französische Regierung einen politischen Ansehensverlust und eine Gefährdung des Übergangs zur europäischen Einheitswährung.<sup>395</sup>

Schließlich mußten am ersten August 1993 die Bandbreiten des EWS auf  $\pm 15\%$  erweitert werden, um so über eine Erhöhung des Risikos die Spekulationen gegen den Franc und andere EWS-Währungen einzudämmen.<sup>396</sup> Tatsächlich kehrte der Franc innerhalb weniger Monate zu seinem Leitkurs zurück und hielt sich seither innerhalb der ehemaligen engen Bandbreite. Für die französische Geldpolitik bedeutete diese formale Lockerung der Wechselkursbindung einen gewissen Bedeutungsrückgang des wichtigsten Zwischenziels. Dafür gewannen andere Zwischenziele wie M3 und das Inlandskreditvolumen (allerdings in einer eher mittelfristigen Perspektive) sowie sonstige Indikatoren wie z.B. das langfristige Zinsniveau, die Zahlungsbilanz und Preisentwicklungen auf vorgelagerten Produktionsstufen an Gewicht.<sup>397</sup>

Die EWS-Krisen 1992/93 verdeutlichten drastisch die fehlende Glaubwürdigkeit der französischen Geldpolitik. Obwohl in Frankreich seit 1983 eine stabilitätsorientierte Zentralbankpolitik betrieben wurde und zeitweise niedrigere Inflationsraten als in Deutschland erreicht wurden, erlangte die Banque de France nie dieselbe Glaubwürdigkeit wie die Bundesbank. Dies wirft die Frage nach den Ursachen dieser Entwicklung auf.

Als erster Grund für den Glaubwürdigkeitsmangel lassen sich die Umstände des geldpolitischen Umschwungs von 1983 nennen. Ursache für die Hinwendung zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik war nicht das in Frankreich gewachsene Bewußtsein,

<sup>393</sup> Vgl. Méritz (1995), S. 629f.

<sup>394</sup> Vgl. Garretsen/Knot/Nijse (1998), S. 32.

<sup>395</sup> Vgl. Méritz (1995), S. 621.

<sup>396</sup> Vgl. Garretsen/Knot/Nijse (1998), S. 32.

<sup>397</sup> Vgl. Icard (1994c), S. 250f.

daß Inflation im Zuge einer expansiven, wachstums- und beschäftigungsorientierten Wirtschaftspolitik langfristig negative ökonomische Ergebnisse zur Folge hat. Vielmehr bewogen von außen kommende Zwänge die Regierung zum Kurswechsel. In immer kürzeren Abständen auftretende Zahlungsbilanzkrisen und Leitkursanpassungen des Franc untergruben eine systematische Wirtschaftspolitik und verringerten sowohl innen- wie auch außenpolitisch das Ansehen der „Grande Nation“. Im Gegensatz dazu wird die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Bundesbank von der deutschen Bevölkerung, also von der Basis des Staatswesens, unterstützt. Begründet ist diese Haltung in den negativen ökonomischen Erfahrungen zweier Hyperinflationsphasen in diesem Jahrhundert. Diese demokratische Verwurzelung des Stabilitätsgedankens scheint in Frankreich immer noch zu fehlen.

Ein weiteres Indiz hierfür ist die Entwicklung der Position der Banque de France im politischen Gefüge Frankreichs. Über Jahrhunderte war die französische Notenbank völlig von den Regierungen abhängig und in die staatliche Bürokratie eingebunden. Wiederum bedurfte es eines Impulses von außen, in Form des Maastrichter Vertrags, um die Banque de France zumindest in die formale Unabhängigkeit zu entlassen. Aus eigener, stabilitätsbewußter Überzeugung war die französische Regierung nicht dazu bereit gewesen, diese institutionelle Voraussetzung einer geldwertorientierten Notenbankpolitik zu erfüllen.

Zweites Haupthindernis einer glaubwürdigen Geldpolitik in Frankreich ist die fehlende politische Akzeptanz der Stabilisierungspolitik. Zwar wurde in den achtziger Jahren die ökonomische Notwendigkeit einer straffen Geldpolitik als Voraussetzung einer Mitgliedschaft des Franc im EWS erkannt, jedoch wurde diese Stabilitätsorientierung politisch nie völlig akzeptiert.<sup>398</sup> Kennzeichen dieser fehlenden Akzeptanz sind häufige Äußerungen von Politikern und sogar von Zentralbankratsmitgliedern, die eine Lockerung der Geld- und Währungspolitik zur Erreichung von Beschäftigungszielen fordern.<sup>399</sup> Dies ließ an den Finanzmärkten ein ständiges Mißtrauen gegenüber den Franc entstehen und verhinderte, daß die französische Geldpolitik die gleiche Glaubwürdigkeit gewann wie die Bundesbankpolitik.

## 6. Fazit

Betrachtet man die französische Geld- und Währungsgeschichte zusammenfassend, so fällt der ständige Konflikt zwischen kurzfristigem Wachstumsziel über eine investitionsfördernde Niedrigzinspolitik und dem Leitährungsanspruch der „Grande Nation“ auf. Im klassischen Goldstandard gehörte Frankreich zu den dominierenden Nationen. Ähnlich wie bei der Bank of England war es im Goldstandard vorrangiges Ziel der Banque de France, die Einhaltung der Goldparität des Franc zu garantieren.

Mit dem Ersten Weltkrieg ging die Stabilität des Franc verloren. Aufgrund der monetären Finanzierung der Kriegslasten und der politischen Unbeständigkeit, die eine ent-

<sup>398</sup> Vgl. Krägenau/Wetter (1993), S. 23f.

<sup>399</sup> Vgl. z.B. Börsenzeitung vom 23.11.1996, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 74 vom 27.11.1996, S. 4.

schlossene Stabilisierung nach dem Krieg verhinderte, wurde der Franc zu einer drastisch an Wert verlierenden Weichwährung. Nach dem Überwinden tiefer Währungskrisen kehrte Frankreich erst 1928 in den Goldstandard zurück. In den dreißiger Jahren schwang sich der Franc dann sogar zur Leitwährung des Goldblocks auf, scheiterte aber an der Währungskonkurrenz zum Dollar.

Ähnlich wie in Großbritannien wurde auch in Frankreich nach dem Zweiten Weltkrieg das Wachstums- und Beschäftigungsziel im Rahmen einer keynesianisch orientierten Wirtschaftspolitik zum dominierenden geldpolitischen Ziel. Eine französische Besonderheit war dabei das extrem hohe Maß direkter staatlicher Eingriffe in den Wirtschaftsablauf im Zuge des Planificationsgedankens. Mit Hilfe der Geldpolitik sollte über ein niedriges Zinsniveau und eine selektive Kreditpolitik das Investitionsniveau erhöht und das Wachstum gefördert werden. Das Ergebnis dieser Politik waren zwar überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten, aber auch zunehmende allokative Verzerrungen und eine hohe Inflationsneigung in der Volkswirtschaft. Diese führte periodisch zu Zahlungsbilanzkrisen, und der Franc mußte im Währungssystem von Bretton Woods abgewertet werden. Ende der sechziger Jahre entschied man sich daher, den Übergang zu einer indirekten, auf offenmarktpolitische Instrumente basierenden Geldpolitik zu wagen. Doch die erste Ölkrise und unzureichende Finanzmarktreformen beendeten vorzeitig diesen Reformversuch, und man mußte zu Kreditgrenzen und Devisenkontrollen zurückkehren. In den siebziger Jahren versuchte man über eine expansive, einseitig auf Wachstum und Beschäftigung ausgerichtete Geldpolitik negative Auswirkungen der Ölkrise vermeiden zu können. Demzufolge kam es auch im Europäischen Währungsverbund und im frühen EWS mehrfach zu Abwertungen des Franc.

1983 kam es aufgrund dieser Erfahrungen zum radikalen Wechsel in der geldpolitischen Konzeption. Im Zuge der Politik des „Franc fort“ wurde dem Geldwertstabilitätsziel erstmals Vorrang vor dem Wachstumsziel gegeben. Ziel war es, eine mit Deutschland vergleichbare Preisstabilität zu erreichen und die Bedeutung des Franc an die der europäischen Leitwährung D-Mark anzunähern. Das erste Ziel wurde Anfang der neunziger Jahre erreicht. Dem Leitwährungsanspruch konnte der Franc aber nicht gerecht werden. Ursache hierfür war die nie vollständig erreichte Glaubwürdigkeit der Stabilitätsorientierung der französischen Geldpolitik. Hintergrund ist das Bewußtsein der Finanzmärkte, daß in Frankreich, insbesondere bei steigender Arbeitslosigkeit, die Versuchung und die Bereitschaft immer noch sehr hoch sind, über Zinssenkungen und Abwertungen kurzfristige Wachstums- und Beschäftigungseffekte zu erzielen.<sup>400</sup> Wenn somit das Geldwertstabilitätsziel in den vergangenen fünfzehn Jahren deutlich an Gewicht in der französischen Geldpolitik gewonnen hat, so scheint doch der gesamtgesellschaftliche Konsens für eine binnen- und außenwirtschaftlich stabile Währung in Frankreich noch etwas weniger stark ausgeprägt zu sein wie in Deutschland, Österreich oder den Niederlanden. Der hohe Einfluß französischer Verantwortlicher auf europäische Institutionen kann insofern insbesondere bei einer weiteren Verschlechterung der Beschäftigungssituation in Europa zu einer Belastung der Glaubwürdigkeit der EZB-Politik an den Finanzmärkten führen.

<sup>400</sup>In der Notation des Zeitinkonsistenzmodells bedeutet dies einen Anstieg des Gewichtungskoeffizienten  $b$  in Rezessionsphasen.

Die institutionellen Rahmenbedingungen der französischen Geldpolitik weisen dagegen seit den Reformen in den achtziger Jahren eine große Ähnlichkeit mit den Finanzstrukturen in den Nachbarländern auf. Die gemeinsame Geldpolitik sollte daher in Frankreich ähnliche Auswirkungen wie in den genannten Staaten haben.

Tabelle F.8: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Frankreichs seit 1955

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>Budget- defizit</b>	<b>Leistungs- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1955	1,3	5,6		
1956	5,9	4,9		
1957	5,1	6,0		
1958	12,2	2,6	0,9	-0,4
1959	1,2	7,9	1,2	1,5
1960	3,6	7,2	0,9	1,5
1961	3,4	5,5	1,0	1,1
1962	4,7	6,7	-0,1	1,0
1963	6,4	5,3	-0,1	0,3
1964	4,1	6,5	0,7	-0,3
1965	2,2	5,3	0,7	0,8
1966	2,9	5,2	0,6	0,1
1967	3,2	4,7	0,0	0,0
1968	4,2	4,3	-0,8	-0,5
1969	6,6	7,0	0,9	-1,1
1970	7,1	5,7	0,9	0,8
1971	6,3	4,8	0,6	0,9
1972	7,0	4,4	0,6	1,0
1973	8,5	5,4	0,6	0,6
1974	11,9	3,1	0,3	-1,3
1975	13,0	-0,3	-2,4	0,8
1976	11,1	4,2	-0,7	-0,9
1977	9,3	3,2	-0,8	-0,1
1978	10,1	3,3	-2,1	1,4
1979	10,1	3,2	-0,8	0,9
1980	11,4	1,6	0,0	-0,6
1981	11,4	1,2	-1,9	-0,8
1982	11,7	2,5	-2,8	-2,1
1983	9,7	0,7	-3,2	-0,8
1984	7,5	1,3	-2,8	0,0
1985	5,8	1,9	-2,9	0,1
1986	5,2	2,5	-2,7	0,5
1987	3,0	2,3	-1,9	-0,2
1988	2,8	4,5	-1,7	-0,3

Tabelle F.8: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Frankreichs seit 1955 (Fortsetzung)

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>Budget- defizit</b>	<b>Leistungs- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1989	3,0	4,3	-1,2	-0,5
1990	3,1	2,5	-1,6	-1,0
1991	3,3	0,8	-2,2	-0,5
1992	2,1	1,2	-4,1	0,1
1993	2,5	-1,3	-5,6	1,0
1994	1,5	2,8	-5,6	1,0
1995	1,6	2,1	-4,9	1,5
1996	1,1	1,5	-4,1	1,6
1997	0,9	2,4	-3,0	2,9
1998	1,5	3,0	-2,9	2,9

Quelle: IWF, International Financial Statistics, Yearbook (div. Jg.);  
Europäische Wirtschaft, Jahrbuch (div. Jg.)

#### **IV. Die italienische Geld- und Währungspolitik seit dem Goldstandard: Die Belastung der Lira durch die Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik**

##### **1. Von der politischen Einigung des Landes bis zum Ersten Weltkrieg (1861-1913)**

Unmittelbar nach der politischen Vereinigung Italiens 1861 wurde die Lira als gesetzliches Zahlungsmittel des gesamten Königreichs eingeführt. In einem gemischten Gold-Silber-Standard wurde ihr Wert auf 4,5 Gramm Silber oder 0,29 Gramm Gold fixiert.<sup>401</sup> Im internationalen Vergleich hohe Budgetdefizite aufgrund einer auch kriegsbedingt expansiven Fiskalpolitik nach Gründung des neuen Staates erforderten einen Risikoaufschlag auf italienische Wertpapiere, den die Regierung und die wichtigste Emissionsbank (Banca Nazionale degli Stati Sardi) nicht bereit waren zu zahlen. Dies führte periodisch zu hohen Goldabflüssen und damit zu Rückgängen der Goldreserven, so daß die Konvertibilität der Banknoten 1866 ausgesetzt, die Teilnahme am Goldstandard suspendiert und die Lira abgewertet werden mußte.<sup>402</sup> Diese Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik, das heißt die Priorität, die eine günstige Finanzierung der Haushaltsdefizite gegenüber einer Politik der monetären Stabilität genoß, sollte für mehr als hundert Jahre einer der wesentlichen Grundzüge der italienischen

<sup>401</sup> Durch das Recht der italienischen Notenbanken, ihre Banknoten auch durch die Ausgabe von Silber einlösen zu können, das gegenüber Gold abgewertet hatte, ergab sich für die Lira im Goldstandard ähnlich wie später im ERM ein weiteres Fluktuationsband als für rein an Gold gebundene Währungen. Vgl. Eichengreen/Flandreau (1996), S. 404.

<sup>402</sup> Vgl. Eichengreen/Flandreau (1994), S. 7.



Wirtschaftspolitik bleiben und ist ein Grund für die schlechte Wertentwicklung des Geldes in Italien.

Durch den Austritt aus dem Goldstandard von der externen Restriktion befreit, wurden die Notenbankkredite an die Regierung nochmals stark ausgedehnt.<sup>403</sup> Dieser freie Zugang der Exekutive zu Notenbankkrediten, der eine monetäre Finanzierung der Staatsausgaben durch eine Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge begünstigte, sollte sich zu einem weiteren typischen Merkmal der italienischen Politik entwickeln.

Seit 1868 versuchte man zwar, über eine gesetzliche Begrenzung der Notenausgabe der Emissionsbanken die Stabilität der Lira zu sichern, doch waren Notenemissionen im Zuge von Staatskrediten von diesen Grenzen und von der Golddeckungspflicht ausgenommen, so daß eine unbegrenzte Ausdehnung der Geldmenge möglich wurde.<sup>404</sup> Zudem überschritten die sechs bestehenden Emissionsbanken im Kampf um Marktanteile ihre Emissionskontingente in der Gewißheit, daß dies nachträglich gesetzlich legitimiert wurde. Schließlich ist als Besonderheit zu erwähnen, daß die Regierung eigene „Banknoten“ als Zahlungsmittel emittierte.

Bis 1880 gelang es mittels einer stabilitätsorientierteren Fiskalpolitik, das Budget wieder auszugleichen, die Geldmenge zu reduzieren und die Konvertibilität der Banknoten wiederherzustellen, so daß die Lira in das System des Goldstandards zurückkehren konnte. Doch bereits Mitte der achtziger Jahre wurde die Konvertibilität der Lira in Edelmetall aufgrund hoher Kapitalabflüsse faktisch wieder aufgehoben, 1893 im Zuge einer schweren Wirtschafts- und Finanzkrise auch rechtlich.<sup>405</sup> Gründe hierfür waren neue Budgetdefizite, eine Bankenkrise aufgrund mißlungener Immobilienspekulationen, in die auch die Regierung involviert war, der Verlust des Pariser Finanzmarktes als Quelle von Auslandskrediten aufgrund politischer Spannungen mit Frankreich und eine zu expansive Zinspolitik, die wiederholt die Aufrechterhaltung der Lira-Parität nicht als Ziel anerkannte. Der resultierende Abfluß von Gold zwang Italien erneut zum Austritt aus dem Goldstandard.

Die während der Bankenkrise neugegründete Banca d'Italia bemühte sich dennoch bis zum Ersten Weltkrieg mittels einer dem System des Goldstandards entsprechenden, wechselkursorientierten Zinspolitik und Devisenmarktinterventionen, die ehemalige Goldparität der Lira wieder herzustellen und den Wechselkurs auf diesem Niveau zu stabilisieren.<sup>406</sup> Erleichtert wurde diese Aufgabe durch eine in dieser Zeit zurückhaltende Fiskalpolitik und einen Abbau der Auslandsverschuldung Italiens. Letzteres verringerte das Ausmaß von Kapital- und Goldabflüssen während Lira-Krisen, so daß schwierige Zeiten länger durchgehalten werden konnten. Von 1902 bis 1913 gelang auf diese Weise eine Stabilisierung des Wechselkurses.

<sup>403</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 70-75.

<sup>404</sup> Vgl. Muscatelli/Spinelli (1996a), S. 481.

<sup>405</sup> Vgl. de Cecco (1996), S. 60-65.

<sup>406</sup> Vgl. Fazio (1994a), S. 85.

Zusammenfassend betrachtet war die Zeit des Goldstandards bis zum Ersten Weltkrieg, insbesondere in der Periode von 1897 bis 1913, von einer Stabilität geprägt, die Italien in ähnlichem Ausmaß nur noch während der Zwischenkriegszeit (1927-1933) und in den fünfziger Jahren erreichen sollte. Die durchschnittliche Wachstumsrate betrug real etwa 1,3%, die durchschnittliche Inflationsrate belief sich auf nur 0,7%.<sup>407</sup> Jedoch waren die Schwankungen sehr ausgeprägt, und viele andere Länder schnitten noch besser ab. Zusätzlich wurde bereits in dieser Periode der Grundstein für die Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik gelegt, die letztlich zu unbegrenzten Ausdehnungen der Geldmenge, im Vergleich zu anderen Industrienationen sehr hohen Inflationsraten und zur Instabilität der italienischen Währung führte.

## 2. Der Erste Weltkrieg und die Zwischenkriegsperiode (1914-1939)

Während des Krieges verschlechterte sich in Italien wie in anderen Ländern die Preisentwicklung. Wichtigster Grund war erneut der hohe Grad monetärer Finanzierung der Budgetdefizite, die mit Ausbruch des Krieges wieder auftraten.<sup>408</sup>

Einer der Hauptkanäle der Geldmengenausdehnung wurde von den Besonderheiten des Bankensystems begründet. Zu dieser Zeit spielten die Postsparkassen neben den Sparkassen und Kreditgenossenschaften als einlagesammelnde Institute eine zentrale Rolle. Da diese keine Barreserven in größerem Umfang hielten und Wertpapiere in Krisenzeiten wegen fehlender Nachfrage nicht verkaufen konnten, waren sie beim Auftreten von Bankenkrisen auf Notenbankkredite angewiesen. Die politischen Spannungen und der Ausbruch des Krieges führten zu solch einer Finanzkrise, und die Postsparkassen bekamen von der Banca d'Italia als lender of last resort zur Aufrechterhaltung ihrer Zahlungsfähigkeit in großem Umfang Kredite. Dadurch erhöhte sich die Zentralbankgeldmenge stark. Als sich die Situation Ende 1915 entspannte und die Spareinlagen zurückflossen, zahlten die Postsparkassen die Überbrückungskredite, unterstützt von der Regierung, nicht an die Zentralbank zurück, sondern nutzten die erhöhten Einlagen und Reserven über eine Ausdehnung der Kreditvergabe an den Staat zur Geldschöpfung. So führte eine notbedingte, vorübergehende Ausdehnung der Basisgeldmenge zu einer permanenten Geldmengenausdehnung, die Inflationsprozesse in Gang setzte. Zusätzlich spielte die Erhöhung direkter Zentralbankkredite an den Staat eine bedeutende Rolle.<sup>409</sup> Eine durchschnittliche Inflationsrate von über 20% führte zu negativen Realzinsen. Um massive Kapitalabflüsse ins Ausland vermeiden zu können, wurden Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Eine Maßnahme, die von italienischen Regierungen zur Aufrechterhaltung des niedrigen inländischen Zinsniveaus noch häufiger angewendet wurde. Trotzdem wertete die Lira gegenüber dem Pfund nominal stark ab.<sup>410</sup>

<sup>407</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 18 und S. 68-70.

<sup>408</sup>Eine bedeutende Rolle bei der Haushaltsfinanzierung spielte auch die Auslandsverschuldung, insbesondere Kredite Großbritanniens und der USA. Steuererhöhungen wurden dagegen als politisch nicht durchsetzbar angesehen. Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 113-117.

<sup>409</sup>Vgl. Sraffa (1920), S. 7-12.

<sup>410</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 122f.

Nach dem Ersten Weltkrieg blieben die Preise entgegen den Erwartungen hoch. Hauptursache war eine starke Kreditausweitung und damit Geldschöpfung der Banken, die durch eine Niedrigzinspolitik begünstigt wurde. Es entwickelte sich aufgrund der auf niedrigem Niveau verharrenden Industrieproduktion ein Nachfrageüberhang, der zu Preisanstiegen und aufgrund der traditionell hohen Importneigung der italienischen Volkswirtschaft zu Leistungsbilanzdefiziten führte. Kapitalexporte aufgrund des niedrigen Realzinsniveaus und einer langwierigen Debatte um die Einführung einer hohen Kapitalertragsteuer verschlechterten die Zahlungsbilanz weiter, und es kam bis 1926 zu deutlichen Abwertungen der Lira.<sup>411</sup>

Den Wendepunkt stellte 1925 der Übergang zu einer restriktiven Lohn-, Fiskal- und Geldpolitik dar, die Mussolini 1926 in einer Rede offiziell ankündigte, in der er die Verteidigung des Wechselkurses zum zentralen Ziel der Regierung machte. Durch einen ausgeglichenen Staatshaushalt, die Ernennung eines angesehenen Finanzministers, die gesetzlich auferlegte Umwandlung kurz- und mittelfristiger Staatsanleihen in eine unbefristete Anleihe,<sup>412</sup> eine positive Lösung der Kriegsschuldenfrage und die Monopolisierung der Banknotenausgabe bei der Banca d'Italia sollten die Wechselkurswartungen positiv beeinflusst und die Glaubwürdigkeit der italienischen Geldpolitik wieder hergestellt werden.<sup>413</sup> In den Folgejahren versuchte Italien ähnlich wie Großbritannien, durch eine Deflationspolitik eine Aufwertung der Lira in Richtung ihrer ursprünglichen Parität gemäß der *restauration rule* zu erreichen und den Vorkriegsgoldstandard wieder einzuführen.<sup>414</sup>

Umgesetzt wurde diese Politik durch eine Erhöhung des Diskontsatzes, eine restriktive Vergabe von Zentralbankkrediten und eine Begrenzung der Bankeinlagen auf das zwanzigfache des Aktienkapitals der Geschäftsbanken (Liquiditätsüberschüsse mußten in einem Mindestreserve ähnelndem System in langfristige Staatspapieren angelegt werden, um sie zu binden). Durch diese Maßnahmen sollte das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken und damit das Geldmengenwachstum begrenzt werden.<sup>415</sup> Nachdem auf diese Weise die monetäre Expansion gestoppt, die Inflationsraten zurückgeführt und die Abwertung der Lira beendet werden konnten, entschied sich Italien Ende 1927, die Konvertibilität der Lira wieder einzuführen und mit einer Parität von 90 Lire zum englischen Pfund in den Gold-Devisen-Standard zurückzukehren.<sup>416</sup> Da in den Jahren zuvor der Lira-Pfund-Wechselkurs um 120 geschwankt hatte und das Pfund selbst überbewertet war, bedeutete dies eine deutliche Überbewertung der Lira gegenüber den meisten Währungen. Im Gegensatz zu Großbritannien behielt Italien aber ähnlich wie Frankreich seine feste Anbindung an das Gold im Goldblock sehr lange bei, was eine langwährende Überbewertung und einen dramatischen Einbruch der Industrieproduktion zur Folge hatte. Wachsende Budget- und Handelsbilanzdefizite und ein Anstieg der Geldschöpfung der Banken im Zuge einer Lockerung der Geld-

<sup>411</sup> Vgl. Giovannini (1988), S. 191-193.

<sup>412</sup> Vgl. Alesina (1988), S. 62.

<sup>413</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 144.

<sup>414</sup> Vgl. Sraffa (1920), S. 22-26.

<sup>415</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 144f.

<sup>416</sup> Unterstützt wurde dieser Schritt durch eine Kreditzusage europäischer Notenbanken über 15 Millionen Pfund. Vgl. Deane/Pringle (1994), S. 66.

politik führten 1936 zur Abwertung der Lira und der Beendigung der Politik der starken Lira.<sup>417</sup>

Die faschistische Regierung ging danach verstärkt zu einer direkten Kontrolle des Wirtschaftsgeschehens über. Geldpolitisch fand dies insbesondere in einer indirekten Verstaatlichung der Banca d'Italia durch die Übertragung des Grundkapitals auf staatlich kontrollierte Banken und Versicherungen und in der Kontrolle des Devisenmarktes in Form der Genehmigungspflicht von Lirean- und verkäufen durch eine eigens geschaffene Behörde Ausdruck.<sup>418</sup>

### **3. Der Zweite Weltkrieg und die fünfziger Jahre als Phase des Wachstums bei stabiler Währung (1939-1959)**

Während des Zweiten Weltkriegs versuchte die italienische Regierung zuerst, die wachsenden Budgetdefizite nicht monetär zu finanzieren, sondern zur Vermeidung inflationärer Entwicklungen die aus den Staatsausgaben gebildeten Ersparnisse der privaten Haushalte durch die Emission von Anleihen in einem geschlossenen Finanzierungskreislauf an das Schatzamt zurückzuleiten.<sup>419</sup> Gegen Ende 1942 war jedoch der Umfang des Finanzierungskreislaufs nicht mehr ausreichend. Die Furcht vor Steuererhöhungen, die sich abzeichnende militärische Niederlage, der Sturz der faschistischen Regierung und die Teilung des Landes ließen die Bargeldhaltung der Bevölkerung stark steigen, zwangen die monetären Institutionen zu einer Erweiterung des Bargeldumlaufs und ließen den Finanzierungskreislauf über eine mangelnde Sparneigung der Bevölkerung aufbrechen. Die Geschäftsbanken wurden daraufhin verpflichtet, einen hohen Anteil der bei ihnen gehaltenen Einlagen bei der Banca d'Italia zu hinterlegen. Diese Art Mindestreserverpflicht erleichterte die Finanzierung der Kriegslasten und reduzierte gleichzeitig den Geldschöpfungsmultiplikator der Banken.<sup>420</sup> Trotz der bereits seit 1940 steigenden Inflation<sup>421</sup> gelang es mittels einer sehr stringenten Kontrolle des Devisenmarktes (Aussetzung der amtlichen Wechselkurse gegenüber allen Währungen außer der Mark), den nominellen Wechselkurs der Lira bis 1943 stabil zu halten. 1943 wurde dann die italienische Währung gegenüber dem Dollar drastisch von 19 Lire auf 100 Lire abgewertet. Aufgrund der hohen Inflationsdifferenz war die Lira aber bald wieder überbewertet. 1944 wurde der Höhepunkt der monetären Instabilität erreicht. Die Ausgabe einer „Befreiungsanleihe“ verhinderte 1945 dann die weitere Monetarisierung der Budgetdefizite, verringerte den Geldüberhang spürbar und führte zusammen mit sinkenden Inflationserwartungen zu einem Rückgang der Inflation.<sup>422</sup>

<sup>417</sup>Vgl. Giovannini (1988), S. 196.

<sup>418</sup>Vgl. Miller (1940), S. 556f.

<sup>419</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 163.

<sup>420</sup>Allerdings wurde dadurch gleichzeitig in einem gegenteiligen Effekt die Basis für eine starke Geldmengenausdehnung nach dem Krieg gelegt, als diese Zwangseinlagen in freie Bankreserven bei der Zentralbank umgewandelt wurden und so für die Banken ein dickes Liquiditätspolster zur Ausdehnung ihrer Kreditfähigkeit und damit der Geldschöpfung darstellten. Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 164.

<sup>421</sup>Die jedoch aufgrund von Lohn- und Preiskontrollen weit unterhalb des Geldmengenwachstums lag.

<sup>422</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 166-169.

Nach einem vorübergehenden Wiederaufflackern der Inflation 1946/47 aufgrund einer extremen Ausdehnung der Bankkredite nach dem Scheitern einer weiteren Anleiheemission gelang der Regierung 1947 endgültig mit Hilfe eines strengen Konsolidierungsprogramms die monetäre Stabilisierung.<sup>423</sup> Bedeutendster geldpolitischer Schritt war dabei die Einführung eines Mindestreservesystems auf Bankeinlagen. Die Mindestreserve<sup>424</sup> konnte von den Banken entweder in Staatspapieren oder in verzinnten Einlagen bei der Banca d'Italia unterhalten werden. Die Einführung der Mindestreserve erzeugte einen starken Rückgang der Geldschöpfung der Banken, wodurch der Anstieg der Geldmenge trotz eines hohen Wachstums der Basisgeldmenge<sup>425</sup> zumindest begrenzt werden konnte.<sup>426</sup> Weiteres Element der restriktiven Geldpolitik war eine Erhöhung des Diskontsatzes. Im Ergebnis wurde eine Stabilisierung des Preisniveaus erreicht, die Großhandelspreise sanken sogar.<sup>427</sup>

Der Erfolg des Stabilisierungsprogramms war aber weniger den direkten Wirkungen der geldpolitischen Maßnahmen zuzuschreiben, sondern vor allem psychologischen Effekten. Im letzten Quartal 1947 kam es zwar zu einem Rückgang der Bankkredite, doch bereits 1948 wuchsen sie wieder um über 35%. Auch die Geldmenge wuchs 1948 nahezu unverändert um beinahe 40%,<sup>428</sup> so daß gemessen an den monetären Kennziffern in der Tat kein besonders restriktiver Effekt der Geldpolitik zu erkennen war. Vielmehr schienen der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und Portfoliumschichtungen von Real- in Finanzvermögen aufgrund gesunkener Inflationserwartungen entscheidende Elemente der Stabilisierung gewesen zu sein.<sup>429</sup> Dies würde auch erklären, warum eine drastische Reduzierung der Inflationsrate ohne einen entsprechenden Einbruch der Industrieproduktion erreicht werden konnte.

<sup>423</sup>Vgl. Masera (1983), S. 29-36.

<sup>424</sup>Sie betrug 20% der Bankeinlagen, die das zehnfache Volumen des Eigenkapitals überschritten, oder 15% der Gesamteinlagen. Weitere 40% der Neueinlagen mußten als Mindestreserve gehalten werden bis diese ein Viertel der Gesamteinlagen umfaßte. Vgl. Hirschman (1948), S. 600 und Muscatelli/ Spinelli (1996b), S. 580.

<sup>425</sup>Dieses extrem hohe Wachstum wurde von drei Quellen gespeist. Zum einen war die Banca d'Italia zur Diskontierung von Staatswechseln verpflichtet, mit denen die Regierung Kredite zur Subventionierung der Weizen- und Brotpreise aufnahm. Zum zweiten zogen die Banken wie bereits erwähnt ihre freien Reserven bei der Zentralbank ab, was diese angeblich zur Vermeidung einer Finanzkrise nicht verbieten wollte, und zum dritten kaufte die Devisenmarktbehörde aufgrund einer gesetzlichen Verpflichtung Fremdwährungen von Exporteuren auf.

<sup>426</sup>Casella/Eichengreen (1991), S. 7f. weisen jedoch darauf hin, daß das Mindestreservesystem lediglich dazu führte, daß die Kredite der Geschäftsbanken an Privatunternehmen durch Kredite der Zentralbank an die Regierung ersetzt wurden, so daß ihrer Meinung nach letztlich keine restriktive Wirkung auf die Geldmengenentwicklung erzielt wurde.

<sup>427</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 172-174.

<sup>428</sup>Trotz dieser hohen Wachstumsrate der Geldmenge sank die Inflationsrate, da die zusätzliche Geldmenge vornehmlich dem Aufbau realer Geldhaltung auf ein gleichgewichtiges Niveau und nicht einer Erhöhung der Güternachfrage diente. Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 185f. und Masera (1983), S. 34.

<sup>429</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 181. Als weitere Faktoren trugen eine sehr gute Ernte, ein Rückgang der Exporte, so daß sich das Güterangebot auf dem Binnenmarkt erhöhte, und nachfragesenkende Einkommensteuerrhöhungen zum Rückgang der Inflation bei.



Politische Ursachen für diesen Erfolg waren der Ausschluß der Kommunisten aus der Regierungskoalition und Finanzhilfen der USA im Zuge des Marshall-Plans, die zur Deckung der Handelsbilanz- und Budgetdefizite genutzt werden konnten.<sup>430</sup> Des weiteren trug eine deutliche Verringerung der Budgetdefizite zur Stabilisierung bei.<sup>431</sup> Da die Mindestreserve in Staatspapieren höher verzinst wurde, erzielte man wie beabsichtigt zusätzlich eine höhere Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den Staat und verhinderte somit eine stärkere Monetarisierung der Staatsverschuldung.

Zusätzlich wurde die Rolle der Banca d'Italia gestärkt. Wichtigster Teilaspekt war die Wiedereinführung der Begrenzung der Zentralbankkredite an das Schatzamt 1947/48.<sup>432</sup> Dadurch wurde die Kontrolle der Banca d'Italia über die Geldmengenausdehnung wieder erhöht. Des weiteren wurden der Zentralbank weitreichende Kompetenzen in der Währungspolitik zugewiesen, die zuvor bei der Regierung lagen.

Die Währungspolitik der Nachkriegsperiode stellte eine unstete Umbruchphase dar. Im Frühjahr 1946 wurde ein gespaltenen Devisenmarkt mit einer offiziell festgelegten Parität (die von 100 Lire auf 225 Lire/Dollar erhöht wurde) und einer freischwankenden, von den Marktkräften bestimmten Wechselkurs eingeführt.<sup>433</sup> 1947 wurde die Spaltung auf Druck des IWF erst suspendiert und später völlig aufgehoben. Der Lira-Kurs im Rahmen des Währungssystems von Bretton Woods wurde gegenüber dem Dollar gemäß dem Durchschnitt der Marktkurse der letzten Monate bei 575 Lire/Dollar fixiert. Im Oktober 1949 wurde die Lira im Zusammenhang mit einer Leitkursanpassung des Pfundes auf die neue Parität von 625 Lire/Dollar abgewertet. Diese Relation hatte dann mehr als zwanzig Jahre Bestand.<sup>434</sup>

Das Stabilisierungsprogramm von 1947 und eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit dem Ziel der Einhaltung der Lira-Parität im Währungssystem von Bretton Woods und der Wiederherstellung der Lira-Konvertibilität machten die fünfziger Jahre insgesamt zu einer Periode des Wachstums bei stabilen Preisen und festem Wechselkurs. Selbst internationale Krisen wie der Korea-Krieg oder die Suez-Krise, die in anderen Ländern teilweise spürbare Auswirkungen hatten, konnten die Kontinuität der italienischen Geldpolitik nicht stören. Die Banca d'Italia änderte nur ein einziges Mal in zehn Jahren ihren Diskontsatz und ihre Mindestreservesätze.<sup>435</sup> Stattdessen wurde bevorzugt das Instrument der moral suasion zur Steuerung des Geschäftsverhaltens der Ban-

<sup>430</sup> Dies führte über einen sinkenden Zentralbankkreditbedarf des Staates zu einem geringen Geldmengewachstum und über eine Stabilisierung des Wechselkurses zu einer Verringerung des Importpreisanstiegs. Vgl. Casella/Eichengreen (1991), S. 21f.

<sup>431</sup> Das Verhältnis des Budgetdefizits zum Nationaleinkommen sank von 18% im Haushaltsjahr 1946/47 auf 4% 1949/50. In Frankreich waren es dagegen wegen der zur Förderung des Wachstums getätigten Investitionsausgaben ständig Werte um 8%. Vgl. Casella/Eichengreen (1991), Tabelle 7.

<sup>432</sup> Die maximale Kreditlinie betrug 15% der Haushaltsausgaben, eventuelle Überschreitungen mußten innerhalb von zwanzig Tagen zurückgezahlt werden. Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 188.

<sup>433</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 170.

<sup>434</sup> Vgl. Fraenkel (1991), S. 113.

<sup>435</sup> Von größerer Bedeutung waren quantitative Maßnahmen, insbesondere Änderungen der Rediskontkontingente.



ken eingesetzt. Insbesondere die Aufnahme von Fremdwährungskrediten der Banken im Ausland wurde auf diese Weise zur Steuerung der Währungsreserven in Abhängigkeit von der jeweiligen Zahlungsbilanzsituation genutzt.<sup>436</sup>

Hintergrund der Kontinuität der Geldpolitik waren hohe Währungsreserven, die das Durchhalten temporärer Verschlechterungen der Zahlungsbilanz ermöglichten, die Autorität und die hohe Glaubwürdigkeit der Notenbank, die langfristige Orientierung am Geldwertstabilitätsziel mit dem Zwischenziel einer festen Wechselkursparität und eine umsichtige Fiskalpolitik. Letztere ermöglichte ein Verzicht auf restriktive, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bremsende Eingriffe der Geldpolitik zur Stabilisierung des Wechselkurses, was wiederum ein durchschnittliches Wachstum von real über 5% ermöglichte. 1958 konnte Italien deshalb wie Großbritannien und Frankreich die Konvertibilität der Lira wieder herstellen.<sup>437</sup>

#### 4. Stop-and-Go Politik in den sechziger und siebziger Jahren (1960-1979)

In den sechziger Jahren wurde die Geld- und Fiskalpolitik weniger umsichtig, und die langfristige Zielorientierung ging verloren. Neben dem Stabilitätsziel traten verstärkt andere Ziele wie Wachstum und Beschäftigung in den Mittelpunkt.<sup>438</sup> Seit dem Frühjahr 1961 wurde die Geldpolitik expansiver. Eine Senkung der Mindestreservesätze von 25% auf 22,5%,<sup>439</sup> eine Freigabe der Auslandsverschuldung der Banken, die über die Auslandskomponente zu einem Anstieg der Geldmenge beitrug, und die Einlage bedeutender Fremdwährungsguthaben der Währungsbehörde UIC (Ufficio Italiano dei Cambi) im Geschäftsbankensystem führten zu einer Zunahme der Bankenliquidität, was diese zu einer Ausdehnung ihrer Kreditvergabe nutzten. Zusätzlich wurden die Zinssätze in einer Versteigerungspolitik zur Förderung der Investitionen und zur Vergünstigung der Finanzierung der wachsenden Budgetdefizite auf niedrigem Niveau fixiert.<sup>440</sup> Da die Banca d'Italia zur Aufrechterhaltung der niedrigen Zinssätze ein mögliches Überschußangebot der Banken an Schatzwechseln jederzeit aufkaufen mußte (und andererseits zu diesem Zinssatz jederzeit Schatzwechsel verkaufte), konnten die Banken ihr Liquiditätsmanagement ohne Risiko steuern.<sup>441</sup> Die Entwicklung eines Interbankenmarkts war aufgrund dieser Verpflichtung der Notenbank überflüssig.

<sup>436</sup>Die Aufnahme von Krediten im Ausland durch Banken, das heißt Kapitalimporte, wurde von der Banca d'Italia bei Leistungsbilanzüberschüssen teilweise völlig untersagt oder Auswirkungen auf die Geldmenge durch ein Umtauschverbot in Lire verhindert. Bei Leistungsbilanzdefiziten wurde die Aufnahme von Auslandskrediten und damit eine Verbesserung über die Kapitalbilanz dagegen gefördert. Auf diese Weise sterilisierte die Notenbank Leistungsbilanzsalden über die Kapitalbilanz. Vgl. Spinelli/Tirelli (1993), S. 383 und Fraenkel (1991), S. 117.

<sup>437</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 197f.

<sup>438</sup>Vgl. Spinelli/Tirelli (1993), S. 382 und Fraenkel (1991), S. 194-196. Als eine politische Ursache des wirtschaftspolitischen Zielewandels konnte der Regierungsbeitritt der Sozialisten 1962 angesehen werden. Zudem war der seit 1960 amtierende Zentralbankgouverneur Carli in größerem Maße als seine Vorgänger zu einer Zusammenarbeit mit der Regierung bereit.

<sup>439</sup>In Italien wurde die Mindestreserve nicht auf den Bestand an mindestreserverpflichtigen Passiva berechnet, sondern auf deren periodischen Anstieg. Vgl. Mader (1989), S. 128.

<sup>440</sup>Vgl. Fraenkel (1991), S. 201-203.

<sup>441</sup>Vgl. Fausto (1977), S. 161.

1963 kam es aufgrund hoher Importe und einem Rückgang der Exporte im Zuge einer durch sehr hohe Lohnzuwächse verringerten Wettbewerbsfähigkeit zu einem Defizit in der Handelsbilanz, und auch die Kapitalbilanz rutschte ins Defizit. Die Banca d'Italia verschärfte ihren geldpolitischen Kurs daraufhin. Anstatt aber klassische geldpolitische Maßnahmen wie eine Erhöhung des Diskontsatzes oder der Mindestreservesätze zu ergreifen, forderte sie im Herbst 1963 die Banken auf, ihre Auslandsverschuldung abzubauen. Über die Rückführung der Auslandsverschuldung sollte die Bankenliquidität und somit das Kreditvolumen reduziert werden. Ziel war somit, eine ausreichend restriktive Wirkung durch einen Rückgang des Geldmengenwachstums über die ausländische Komponente zu erreichen.<sup>442</sup>

Dies stellte eine Umkehrung der in den fünfziger Jahren betriebenen Sterilisationspolitik über die Kapitalbilanz dar. Ursache für diese grundlegende Änderung des geldpolitischen Instrumentariums war das Ausmaß der Zahlungsbilanzdefizite in den sechziger Jahren, die eine Sterilisation unmöglich machten, so daß der Liquiditätseffekt der Auslandsverschuldung der Banken das Übergewicht über den Kompensationseffekt auf die Zahlungsbilanz gewann. Unterstützt durch höhere Auslandszinsen war der Aufruf erfolgreich, der Abfluß von Devisen erzeugte über die ausländische Komponente der Geldbasis einen spürbaren Rückgang des Geldmengenwachstums. Dies führte zu steigenden Zinsen, die Industrieproduktion und die Kapazitätsauslastung sanken, und in der Zahlungsbilanz wurde 1964 wieder ein geringer Überschuß erzielt.<sup>443</sup>

Doch ein Anstieg der Arbeitslosigkeit und ein Rückgang der Investitionen veranlaßten die Regierung seit 1965 erneut, ihre Budgetdefizite auszudehnen. Um die Plazierung der zur Deckung ausgegebenen Staatsanleihen zu garantieren, wurde die Banca d'Italia angewiesen, das mittel- und langfristige Zinsniveau über Marktinterventionen knapp oberhalb des kurzfristigen Zinsniveaus zu stabilisieren. Dadurch sollte eine reibungslose und zinsgünstige Finanzierung der Staatsdefizite gesichert werden. Zusätzliches Ziel dieser Verstehtigungspolitik war die Förderung der privaten Investitionen. Die Interventionsverpflichtung der Banca d'Italia erschwerte eine stabilitätsorientierte Geldpolitik über die Fixierung einer Zinsobergrenze hinaus dadurch, daß die Banken die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen aufgrund der risikolosen Absetzbarkeit auf dem von Notenbankinterventionen gestützten Kapitalmarkt als attraktive Liquiditätsreserve ansehen konnten. Dadurch wurde der Banca d'Italia eine Einschränkung der Bankenliquidität und damit eine Kontrolle über das Kreditgeschäft der Banken aufgrund der hohen Bestände an Staatsanleihen in den Bankportfolios sowohl quantitativ als auch qualitativ über Zinserhöhungen unmöglich gemacht.<sup>444</sup>

Steigende Auslandszinsen führten aufgrund der Zinsfixierung seit 1966 zu einer negativen Zinsdifferenz und hohen Kapitalexporten, die wiederum 1969 die Zahlungsbilanz trotz einer positiven Handelsbilanz ins Defizit brachten.<sup>445</sup> Statt den Regeln des

<sup>442</sup> Vgl. Spinelli/Tirelli (1993), S. 383 und Lück (1998), S. 234.

<sup>443</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 206-209.

<sup>444</sup> Vgl. Barbato (1987), S. 171f.

<sup>445</sup> Vgl. Lück (1998), S. 239, Abbildung 17.

Bretton-Woods-Systems entsprechend die Zinsen zu erhöhen, behielt das binnenwirtschaftliche Ziel der Investitionsförderung mittels der Zinsstabilisierungspolitik den Vorrang gegenüber dem externen Ziel. Eine Stabilisierung der Kapitalbilanz wurde erneut über das administrative Instrument eines Verbots von Kapitalexporten der Banken angestrebt.<sup>446</sup> Dieses Instrument war aufgrund der gestiegenen Einbindung italienischer Banken auf den Euromärkten noch wirksamer geworden. Jedoch bedeutete es eine Verzerrung der Entscheidung über die Allokation des Produktionsfaktors Kapital und verhinderte so die effiziente Verwendung der volkswirtschaftlichen Ressourcen.

Als sich das Kapitalexportverbot trotz der gestiegenen Effektivität als unzureichend erwies, mußte im Mai 1969 die Zinsstabilisierungspolitik doch suspendiert werden.<sup>447</sup> Stattdessen ging die Banca d'Italia dazu über, mittels Offenmarktoperationen in kurzfristigen Schatzwechseln eine festgelegte Zielgröße der Geldbasismenge anzusteuern.<sup>448</sup> Der Diskontsatz wurde erhöht, und die Marktzinsen stiegen. Innerhalb eines Jahres gelang es wieder, die Zahlungsbilanzsituation ins Positive zu wenden. Die langfristige, stabilitätsorientierte Geldpolitik der fünfziger Jahre hatte sich in eine kurzfristige, wachstumsorientierte Politik mit periodischen, restriktiven Eingriffen zur Stabilisierung der Zahlungsbilanz gewandelt. Das Ergebnis war der typische „Stop-and-Go“-Verlauf der Konjunktur, den eine kurzfristig wachstumsorientierte, expansive Geldpolitik in einem Festkurssystem erzeugt. Das besondere Problem Italiens war, daß aufgrund der hohen Importneigung bereits eine relativ geringe Konjunkturbelebung zu Zahlungsbilanzproblemen führte und restriktive Eingriffe erforderlich machte.<sup>449</sup>

In den siebziger und achtziger Jahren wurde das Problem der hohen Budgetdefizite und des steigenden Schuldenstandes des Staates zum „Geschwür“ der italienischen Volkswirtschaft.

Im Gegensatz zur Situation in anderen Industrieländern, in denen Staatsanleihen als schuldnerisikofreie Anlage angesehen werden und deshalb die niedrigsten Zinssätze tragen, überstiegen in Italien die Zinsen auf Staatsanleihen die Verzinsung vergleichbarer Anleihen der Spezialkreditinstitute. Ursachen hierfür waren das Überschußangebot an staatlichen Wertpapieren und das steigende Bewußtsein der Anleger, daß die vollständige Rückzahlung nicht mehr gesichert war, also ein Ausfall- oder Bonitätsrisiko bestand.<sup>450</sup>

Negative Folgen der hohen Staatsverschuldung ergaben sich für die Geldpolitik außer durch eventuelle Geldmengeneffekte durch die resultierende Erhöhung der Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte. Denn die hohe Verschuldung des italienischen Staates führte dazu, daß die Regierung einen im Vergleich zu anderen Staaten erhöhten Anreiz zur Schaffung von Überraschungsinflation hatte, um den Realwert

<sup>446</sup>Vgl. Spinelli/Tirelli (1993), S. 383f.

<sup>447</sup>Vgl. Nardozzi (1983), S. 86 und Giovannini (1988), S. 199.

<sup>448</sup>Vgl. Fraenkel (1991), S. 199-204 und Fratianni/Spinelli (1997), S. 211.

<sup>449</sup>Umgekehrt erleichterte die hohe Konjunkturalastizität der Zahlungsbilanz auch die Stabilisierung, da bereits ein geringer Rückgang des inländischen Wachstums eine deutliche Verringerung der Importe zur Folge hatte.

<sup>450</sup>Vgl. Cottarelli/Mecagni (1990), S. 25-27.

und die Zinsenlast der Verschuldung zu senken. In der geldpolitischen Zielfunktion des Zeitinkonsistenzmodells<sup>451</sup> ging dadurch ein dritter Term ein, der eine positive Korrelation zwischen Inflationsrate und gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrt beschrieb. Die Wirtschaftssubjekte erkannten diesen zusätzlichen Inflationsanreiz der Exekutive, so daß die antizipierte Preissteigerungsrate stieg. Dies führte zu höheren Lohnforderungen und schließlich zu einer höheren Gleichgewichtsinflationsrate. Zusätzlich verringerte sich die Glaubwürdigkeit einer Disinflationspolitik der Notenbank, so daß eine Stabilisierung des Geldwerts der Lira höhere reale Kosten in Form von Wachstumsrückgängen und erhöhter Arbeitslosigkeit erzeugte. Zusätzliche negative Effekte der sehr hohen Statsverschuldung waren die Einschränkung des zinspolitischen Spielraums der Geldpolitik, eine höhere Instabilität der Finanzmärkte bei internationalen Turbulenzen und die Verdrängung (crowding-out) privater Investitionen aufgrund eines erhöhten Zinsniveaus, wodurch über eine Verringerung der Kapitalakkumulation das Wachstum der Volkswirtschaft reduziert wurde.<sup>452</sup>

1969 ging die Zeit fester Wechselkurse in Italien zu Ende, als der Dollar international abgewertet wurde. Nach Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollars 1971 wertete die Lira kurzfristig auf, kam dann aber aufgrund der hohen italienischen Inflation unter Abwertungsdruck. Im April 1972 trat die Lira der neugegründeten Europäischen Währungsschlange bei, doch bereits im Juni mußte Italien aufgrund hoher Verluste an Währungsreserven das System wieder verlassen. Erste Kapitalverkehrskontrollen und eine Einschränkung der Konvertibilität von Lirabanknoten wurden eingeführt.<sup>453</sup>

Im Januar 1973 wurde erneut ein gespaltenen Devisenmarkt eingerichtet. Der Lira-Kurs für Leistungsbilanztransaktionen wurde von den Behörden gestützt, wohingegen der Kurs für Kapitalbilanztransaktionen frei schwankte. Ziel war es, die Entwicklung eines Teufelskreises aus Inflation-Kapitalflucht-Abwertung-Inflation zu vermeiden. Aufgrund der überdurchschnittlich hohen Abhängigkeit Italiens von Rohstoff- und Ölimporten führten Lira-Abwertungen insbesondere gegenüber dem Dollar sofort zu einer starken Verschlechterung der Leistungsbilanz und gefährdeten die Importfähigkeit des Landes.<sup>454</sup> Daher griff die Notenbank im Bereich der Leistungsbilanztransaktionen stützend in die Kursbildung ein. Dagegen entwickelte sich der Kurs für Kapitalbilanztransaktionen frei. Durch die sich daraus ergebenden Abwertungserwartungen sollte der Kapitalexport trotz höherer Auslandszinsen unattraktiv werden. Weitere Instrumente zur Erreichung dieses Zieles waren die Einführung einer zinslosen Zwangseinlage bei der Zentralbank in Höhe von 50% des Anlagebetrags in Fremdwährung und das Verbot der Kreditvergabe an Ausländer. Im Außenhandelsbereich wurde die Gewährung von Außenhandelskrediten durch italienische Exporteure eingeschränkt; die Bezahlung von Exporten in Fremdwährung, die vorzeitige Bezahlung

---

<sup>451</sup> Siehe Kapitel B.I.

<sup>452</sup> Vgl. Fazio (1996), S. 168.

<sup>453</sup> Vgl. Giovannini (1988), S. 200 und Fratianni/Spinelli (1997), S. 230.

<sup>454</sup> Vgl. Thomasberger (1990), S. 202.

von Importen sowie die Absicherung auf Terminmärkten wurden streng reglementiert (siehe Tabelle F.9).<sup>455</sup>

Tabelle F.9: Devisenkontrollen in Italien 1972-1986

<b>Permanente Bestimmungen</b>	<b>Notmaßnahmen</b>
<b>Alle Inländer</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inkonvertibilität von Lirebanknoten</li> <li>- internationaler Kapitalverkehr:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kredite genehmigungspflichtig</li> <li>- Mindestreserve auf Auslandsanlagen</li> </ul> </li> <li>- Kauf kurzfristiger und ungelisteter Wertpapiere verboten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Devisenmarkt:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- gespaltenen Devisenmarkt</li> <li>- Mindestreserve auf Devisenkäufe</li> <li>- Steuern auf alle Devisenkäufe</li> </ul> </li> </ul>
<b>Unternehmen</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Terminabsicherung:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- nicht handelsbezogen verboten</li> <li>- handelsbezogen befristet</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Devisenguthaben zeitlich befristet</li> <li>- Zahlungstermine:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Verschiebungen befristet</li> <li>- Devisenfinanzierungspflicht von Importen</li> </ul> </li> </ul>
<b>Banken</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Auslandsposition:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nettoguthaben verboten</li> <li>- Begrenzung von Bruttoguthaben</li> </ul> </li> <li>- Nettodevisenposition täglich auszugleichen</li> <li>- Terminposition               <ul style="list-style-type: none"> <li>- mit Nichtinländern täglich auszugleichen</li> <li>- Begrenzung der Positionen gegenüber Inländern</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Begrenzung der Devisenkredite an Inländer</li> <li>- Verschärfung der Begrenzung der Terminposition gegenüber Inländern</li> </ul>

Quelle: Giovannini (1988), S. 198, Tabelle 5.6

Doch bereits Ende März 1974 wurde die Spaltung wieder aufgehoben, als es trotz der getroffenen Maßnahmen zu massiven Kapitalexporten kam.<sup>456</sup> In der Zeit von 1974-1979 floatete die Lira frei, wobei im Januar 1976 der Devisenmarkt im Zuge einer schweren Zahlungsbilanzkrise sogar für zwei Monate geschlossen werden mußte (siehe unten).

<sup>455</sup>Vgl. Bartolini/Bodnar (1992), S. 2. Die den Außenhandel betreffenden Reglementierungen zielten darauf ab, mögliche Gewinne, die im Außenhandel Tätige durch Verschiebung des Zahlungseingangs in Fremdwährung auf einen späteren Zeitpunkt, beziehungsweise bei Zahlung in Lira durch Vorziehen auf einen früheren Zeitpunkt durch erwartete Abwertungen der Lira erzielen konnten und die den Lira-Kurs belasteten, zu verhindern. Letztlich bedeuteten diese Reglementierungen aber höhere Transaktionskosten und daher einen die optimale Allokation verzerrende Behinderung des Außenhandels.

<sup>456</sup>Vgl. Spaventa (1983), S. 452 und Hodgman/Resek (1989), S. 81.



Die Befreiung von der Wechselkursrestriktion durch den Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods zu Beginn der siebziger Jahre nutzte die italienische Wirtschaftspolitik, um die Ziele Wachstum und Vollbeschäftigung vermehrt gegenüber dem Stabilitätsziel in den Vordergrund zu stellen.<sup>457</sup> Die Haushaltsdefizite wuchsen verstärkt, gegenüber den sechziger Jahren stieg die Defizitquote zum BIP von durchschnittlich 4% auf 11%. Die wichtigsten Ausgabebfelder der Regierung waren Transferleistungen an Haushalte aus verteilungspolitischen Gründen<sup>458</sup> und zur Ankurbelung der Binnennachfrage. Des weiteren vergab sie zur Förderung der Investitionstätigkeit oder zum Erhalt von Arbeitsplätzen in Sanierungsfällen Subventionen an Unternehmen. Zusätzlich wurde zur Verringerung der Arbeitslosigkeit die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst stark ausgedehnt. Eine bedeutende Rolle spielten auch institutionelle Änderungen, z.B. die Schaffung einer neuen föderalen Ebene in Form der Regionen. Deren hohe Ausgabeneigung kann finanzwissenschaftlich mit der fehlenden Deckung von Ausgaben- und Einnahmenkompetenz, dem Mangel an fiskalischer Äquivalenz, erklärt werden, da sie sich über Zuweisungen der Zentralebene und nicht über eine eigene Steuererhebung finanzierten.<sup>459</sup>

Die Notenbank wurde dabei noch stärker zur Finanzierung des Haushalts herangezogen, da steigende Inflationserwartungen und negative Erfahrungen der Anleger die Plazierung von Staatsanleihen auf den Finanzmärkten in zunehmendem Maße erschwerten. Periodisch mußte die Banca d'Italia deshalb ihr geldpolitisches Ziel einer Fixierung des langfristigen Zinsniveaus auf niedrigem Niveau fallen lassen, da ihr keine Stabilisierung der Nachfrage nach Anleihen mehr gelang. Die Regierung ging daraufhin gezwungenermaßen dazu über, einen immer größeren Teil des Defizits monetär über die Notenbank zu finanzieren.<sup>460</sup> Diese der Banca d'Italia aufgezwungene Geldmengenausdehnung schränkte den geldpolitischen Spielraum der Notenbank entscheidend ein, da sie aufgrund ihrer Abhängigkeit nur eine die Fiskalpolitik akkommodierende Geldpolitik betreiben konnte.<sup>461</sup> Eine entgegengerichtete restriktive Offenermarktpolitik war aufgrund des Fehlens entwickelter Finanzmärkte unmöglich.

Hintergrund der hohen Monetarisierungsquote war die Einfachheit, mit der sich die Regierung bei der Notenbank verschulden konnte. Die Banca d'Italia war gesetzlich seit 1975 verpflichtet, alle vom Primärmarkt bei Auktionen nicht übernommenen Schatzwechsel zum Mindestkurs aufzukaufen, so daß sich die Regierung kurzfristig zu von ihr festgelegten Maximalzinsen unbegrenzt verschulden konnte. Zusätzlich verfügte das Schatzamt über ein Kontokorrentkonto (*conto corrente di tesoreria*), das es

<sup>457</sup>Vgl. auch im folgenden Masera (1981), S. 234-245.

<sup>458</sup>Italien begann erst in dieser Zeit mit dem Aufbau eines sozialen Wohlfahrtsstaates, vgl. Cipolletta (1995), S. 12f. Politischer Zweck der Sozialausgaben war die Schwächung der kommunistischen Partei, vgl. Pittorino (1995), S. 24.

<sup>459</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1982), S. 225f.

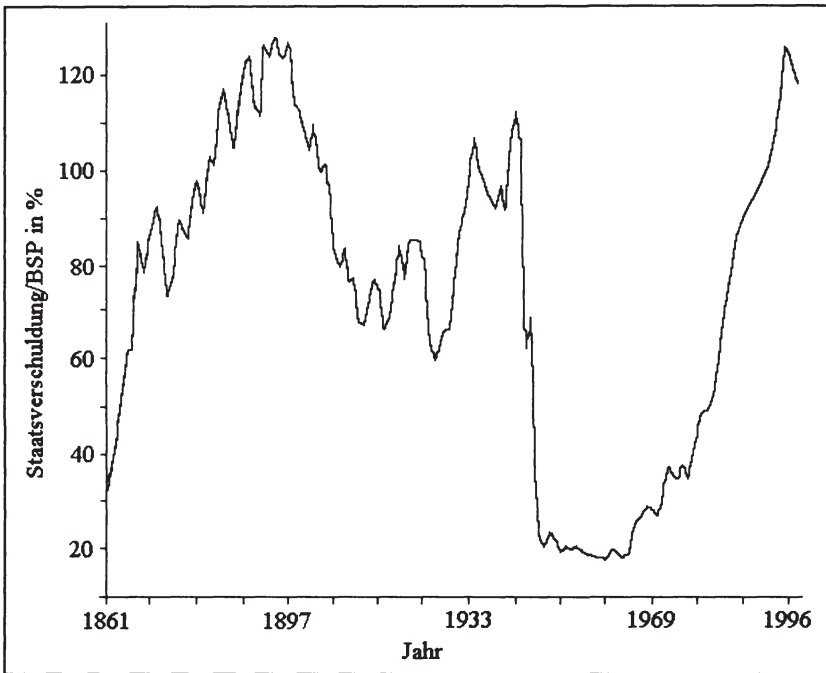
<sup>460</sup>Vgl. Barbato (1987), S. 172.

<sup>461</sup>Nach Fratianni/Spinelli (1997), S. 213 wurden zwischen 1970 und 1976 74% der Defizite monetär über die Notenbank finanziert. Nach Masera (1981), S. 242 erklärte dies 90% der Ausdehnung der Basisgeldmenge in den siebziger Jahren. Wieder wurde die Einschränkung der Geldpolitik durch die hohen Defizite und Schulden in Folge einer zu expansiven Fiskalpolitik deutlich. Vgl. Fazio (1994b), S. 174.



ohne Absprache mit der Zentralbank innerhalb des gesetzlichen Limits von 14% der Haushaltsausgaben überziehen konnte. Dieser problemlose Zugang zu Krediten (siehe Abbildung F.4) verringerte den Anreiz für eine auf Ausgleich ausgerichtete Haushaltspolitik insbesondere im Verhältnis zu möglichen (wahl-)politischen Gewinnen einer großzügigen Ausgabenpolitik. Da der Schatzwechselmarkt meist über Gebühr beansprucht war, nahm das Schatzamt die Möglichkeit des Kontokorrentkredits regelmäßig in Anspruch, so daß jedes Kassendefizit in einer Ausdehnung der Basisgeldmenge mündete. Im Ergebnis kam es zu bis dahin unbekannten Zuwächsen der Geldmenge.<sup>462</sup>

Abbildung F.4: Die italienische Staatsverschuldung 1861-1997 (in % des BIP)



Quelle: Dornbusch (1988), S. 26, Schaubild 1.2; Eurostat

Trotz der Probleme der Zinsversteigerungs politik versuchte man weiterhin, das Zinsniveau im Zuge der keynesianisch orientierten Wirtschaftspolitik mittels des sehr aufwendigen und komplizierten Systems von Kapitalverkehrs- und Devisenmarktbeschränkungen (siehe Tabelle F.9) unterhalb des internationalen Niveaus zu fixieren, um so eine günstige Finanzierung der Defizite zu garantieren und Investitionen zu fördern. Die resultierende negative Realverzinsung erhöhte zum einen die Liquiditätsprä-

<sup>462</sup>Vgl. Salvemini (1983), S. 35.

ferenz der Sparer, wodurch der Verkauf langfristiger Staatsanleihen zugunsten der kurzfristigen Bankeinlagen erschwert wurde. Zum anderen wurde dadurch die Kreditnachfrage subventioniert, so daß die Zinspolitik zur Kontrolle der Kreditentwicklung wirkungslos wurde und die Banca d'Italia zum Rückgriff auf das direkte Instrument der Kreditgrenzen gezwungen war.<sup>463</sup>

Zusätzlich negative Auswirkungen auf die Preisentwicklung gingen Anfang der siebziger Jahre von den Gewerkschaften und neuen Arbeitsmarktregulierungen aus.<sup>464</sup> Durch Streiks wurden Lohnzuwächse von über 25% erzwungen, die eine Lohnkosteninflation auslösten und die internationale Wettbewerbsfähigkeit italienischer Waren verringerten.<sup>465</sup> Im Januar 1975 wurde die Indexierung der Löhne (*scala mobile*<sup>466</sup>) verschärft, wodurch die Elastizität der Nominallohne in Bezug auf die Preisentwicklung von 50% auf nahezu 100% stieg.<sup>467</sup> Aufgrund des mit drei Monaten sehr kurzfristigen Anpassungsintervalls übertrugen sich Inflationsimpulse sehr rasch auf die Löhne und von dort aus auf die ganze Volkswirtschaft. Dadurch wurde eine Lohn-Preis-Spirale institutionalisiert, die wesentliche Ursache für den hohen Wertverlust der Lira war.<sup>468</sup> Eine im Zuge des Angebotsschocks der Ölkrise notwendige Flexibilität der Reallöhne nach unten war daher institutionell ausgeschlossen und trug so über einen hohen Anstieg der Lohnstückkosten zur Verschärfung der Wirtschaftslage bei.<sup>469</sup> Zusammen mit der beschriebenen monetär finanzierten expansiven Fiskalpolitik sorgte dies für einen starken Anstieg der Inflation. Die resultierenden Abwertungen der Lira, verstärkt durch Kapitalexporte aufgrund der negativen Realverzinsung italienischer Anleihen im Zuge der Politik des billigen Geldes,<sup>470</sup> und die hohe Abhängigkeit Italiens von Energieimporten führten während der ersten Ölkrise zu einer Verschlechterung der *terms of trade*. Dies wiederum löste erneut Lohnforderungen aus, so daß sich eine typische Lohnsteigerungs-Inflations-Abwertungs-Spirale entwickelte.

Zu Beginn der siebziger Jahre war die italienische Geldpolitik zur Finanzierung der wachsenden Budgetdefizite sehr expansiv ausgerichtet. Das Ergebnis waren anziehende Inflationsraten, Kapital- und Leistungsbilanzdefizite und hohe Abwertungsraten der Lira.<sup>471</sup> Die ersten Ölkrise verschärfte aufgrund der besonders hohen Abhängigkeit Italiens von Ölimporten die Wirtschaftslage noch mehr. Im Gegensatz zu anderen Ländern reagierte die italienische Regierung aber nicht mit einer restriktiven Stabilisierungspolitik. Um Wachstumseinbußen zu vermeiden, entschloß man sich stattdessen mit dem Ziel einer Förderung der Investitionen, die Profitrate der Unternehmen

<sup>463</sup> Vgl. Marzano (1990), S. 325f.

<sup>464</sup> So wurden trotz der realwirtschaftlichen Unterschiede die Lohndifferenzen zwischen Nord- und Süditalien nivelliert. Eine Ursache für die hohe Arbeitslosigkeit in Süditalien.

<sup>465</sup> Vgl. Spaventa (1983), S. 446.

<sup>466</sup> Die *scala mobile* war Ende des Zweiten Weltkriegs während einer Hochinflationsphase eingeführt worden und sicherte über eine an vergangenen Inflationsraten orientierte Erhöhung der Nominallöhne das Reallohniveau ab.

<sup>467</sup> Vgl. Fazio (1981) und Sachs (1979), S. 303.

<sup>468</sup> Vgl. Thomasberger (1990), S. 202f.

<sup>469</sup> Vgl. Giavazzi/Spaventa (1989), S. 140.

<sup>470</sup> Soweit der Kapitalexport aufgrund der Kapitalverkehrskontrollen möglich war.

<sup>471</sup> Vgl. Izzo/Spaventa (1981), S. 91.

mit verschiedenen Maßnahmen zu stabilisieren. Eine expansive Haushaltspolitik stütze zum einen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den Absatz der Unternehmen. Zum anderen subventionierte die Regierung die Unternehmen durch eine Senkung des Arbeitgeberanteils an den Sozialversicherungsbeiträgen und nahm dabei wachsende Defizite bei den Sozialversicherungen in Kauf. Dadurch sollten die Unternehmen von Lohnkosten entlastet werden, da eine Senkung der Reallöhne aufgrund der Lohnindexierung nicht möglich war. Eine weitere Stabilisierung der Unternehmensgewinne wurde durch eine das Exportgeschäft fördernde Abwertungsstrategie beabsichtigt. Die Geld- und Währungspolitik alimentierte somit Preiserhöhungen der Unternehmen sowie hohe Lohnzuwächse und trug wesentlich zur Inflationsprägung der italienischen Volkswirtschaft bei.<sup>472</sup>

Trotz der Abwertungen geriet die italienische Zahlungsbilanz jedoch zunehmend ins Defizit, und die Währungsreserven sanken drastisch. Zur Bewältigung der Krise erhielt Italien Kredite der EG-Partnerländer und unterzeichnete ein Beihilfeabkommen mit dem IWF.<sup>473</sup> Ähnlich wie 1976 in Großbritannien machte der IWF einen Wechsel der geldpolitischen Konzeption zur Voraussetzung von Kredithilfen. 1974 führte die Banca d'Italia deshalb das inländische Gesamtkreditvolumen (total domestic credit, TDC) als neues Zwischenziel der Geldpolitik ein. Ziel war es, über eine Eingrenzung dieser Größe das Kreditangebot zu begrenzen, damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Importnachfrage zu bremsen, und so die Zahlungsbilanz wieder zu stabilisieren.

Als Instrument zur Einhaltung des Zwischenziels wählte man nicht eine das Wachstum gefährdende und den Staatshaushalt belastende Hochzinspolitik,<sup>474</sup> sondern führte quantitative Kreditgrenzen (massimale) für die Banken ein.<sup>475</sup> Die freien Mittel der Kreditinstitute wurden außerdem über eine Portfolio-Vorschrift (vincolo di portafoglio) in staatlich gesteuerte Hände gelenkt. Die Bestimmung schrieb den Banken im Umfang von 6% (später 9%) ihrer Einlagen den Kauf von Anleihen der Spezialkreditinstitute mit dem Ziel der Erhöhung der Investitionskredite oder den Kauf von langfristigen Staatstiteln<sup>476</sup> mit dem Ziel der Finanzierung der Budgetdefizite zu niedrigen Zinssätzen vor.<sup>477</sup> Außerdem ging man dazu über, die Gewährung von Krediten von

<sup>472</sup>Vgl. Anderton (1997), S. 25.

<sup>473</sup>Vgl. Spaventa (1983), S. 443.

<sup>474</sup>Zwar wurde der Diskontsatz erhöht (von 6,5% auf 9%) und die Politik einer Stabilisierung der Anleihezinsen auf niedrigem Niveau wurde erneut ausgesetzt, dennoch ließ man ein Anstieg des Zinsniveaus nicht in ausreichendem Umfang zu, so daß der Realzins negativ blieb. Vgl. Spaventa (1983), S. 452.

<sup>475</sup>Vgl. Cottarelli et al (1986), S. 680 und S. 684f. Im wesentlichen bestanden die Kreditgrenzen in den folgenden Jahren in einer Begrenzung des Kreditwachstums auf Raten zwischen 12% und 15%.

<sup>476</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 221. Als Folge dieser Vorschrift stieg der Anteil der Staatsanleihen, die von Banken gehalten wurden, im Verhältnis zu den sonstigen Krediten von 13% 1974 auf 32% 1979. Vgl. Barbato (1987), S. 175.

<sup>477</sup>Die Quote der Portfolio-Vorschrift bezog sich von September 1974 bis Juni 1978 auf den Zuwachs der Bankeinlagen, zwischen Juli 1978 und Januar 1983 mußten nur noch die fällig werdenden Anleihen ersetzt werden. Im Januar 1987 wurde die Vorschrift im allgemeinen Übergang von direkten

individuellen Anforderungen an den Antragsteller abhängig zu machen. Diese selektive Kreditpolitik sollte gewährleisten, daß die wachstumsförderndsten Kredite nicht von der Begrenzung betroffen wurden. Die Kreditgrenzen erfüllten somit einen doppelten Zweck. Zum einen dienten sie der Einhaltung des TDC-Zwischenziels, zum anderen sicherten sie über eine Begrenzung der Verwendung von Bankeinlagen für die Vergabe von Krediten an den Privatsektor die Finanzierung der Budgetdefizite zu niedrigen Zinssätzen.<sup>478</sup>

Die von der Banca d'Italia durchgeführte Krediteinschränkung war restriktiver als die Vorgaben des IWF und führte 1975 zwar zur erhofften Verbesserung der Zahlungsbilanzsituation, verschärfte aber andererseits die Rezession durch ein Zurückdrängen der Unternehmensinvestitionen über die Finanzierungsseite. Deshalb ging die Regierung bereits im Sommer 1975 gegen den Rat der Zentralbank erneut zu einer expansiven Fiskal- und Geldpolitik über.<sup>479</sup> Kreditgrenzen wurden aufgehoben, die Subventionierung von Exportkrediten wurde eingeführt,<sup>480</sup> über eine Neubewertung der Bankaktiva halbierte sich der effektive Mindestreservesatz, und die Zinsen wurden gesenkt.<sup>481</sup>

Tabelle F.10: TDC-Ziele in Italien und ihre Realisierung unter Einbeziehung finanzpolitischer Kennzahlen (1974-1980)

Jahr	TDC-Wachstumsrate		PSBR		PSBR-Anteil am TDC-Ziel
	Ziel (in %)	Realisierung (in %)	Ziel (Mrd.)	Realisierung (Mrd.)	
1974	18,6	16,6	9200	8796	43,9
1975	17,6	25,4	8000	14237	40,0
1976	17,5	20,2	13800	24200	71,1
1977	15,1	17,6	13100	17923	50,2
1978	12,9	20,6	n.a.	31707	64,4
1979	18,4	18,5	31000	28503	53,5
1980	17,4	18,5	37900	34008	53,9

Quelle: Fratianni/Spinelli (1997), S. 219.

Diese expansive Politik, insbesondere die Ausdehnung der Budgetdefizite, machte ein Erreichen des TDC-Zwischenziels unmöglich, da die Haushaltsdefizite bereits einen Großteil des Zielrahmens in Anspruch nahmen. Wiederum dominierte die Fiskalpolitik über die Geldpolitik, so nahm z.B. 1976 die staatliche Kreditaufnahme bereits über 70% des angestrebten gesamtwirtschaftlichen Kreditrahmens ein (siehe Tabelle F.10). In der Wirtschaftspolitik hatte das Wachstumsziel weiterhin die Priorität vor dem

zu indirekten Instrumenten der Geldpolitik aufgehoben. Vgl. Cottarelli/Mecagni (1990), S. 8 Fußnote 1, Barbato (1987), S. 202-208 und Spinelli/Fratianni (1991), S. 548-550.

<sup>478</sup> Vgl. Salvemini (1983), S. 39.

<sup>479</sup> Vgl. Spaventa (1983), S. 451 und S. 456f.

<sup>480</sup> Banken erhielten das Recht, 50% dieser Kredite automatisch bei der Zentralbank zu rediskontieren.

<sup>481</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 231.

Stabilitätsziel. Zusätzlich war man nicht dazu bereit, die Kreditvergabe der Banken spürbar einzuschränken, um ein crowding out der privaten Kreditnachfrage und einen Investitionsrückgang vermeiden zu können. Dementsprechend wurde, wie Tabelle F.10 zeigt, das TDC-Ziel in den folgenden Jahren teilweise beträchtlich überschritten, was mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Geldwertstabilität verbunden war.

Die Folgen dieser Politik waren 1976 sehr negativ. Die Währungsreserven sanken auf ein Niveau, das nicht einmal mehr die Importe von zwei Wochen decken konnte. Eine politische Krise und Abwertungserwartungen führten dazu, daß der Devisenmarkt für vierzig Tage sogar geschlossen werden mußte. Man reagierte mit einer Erhöhung des Diskontsatzes erst um drei, später um weitere vier Punkte, setzte die Mindestreservesätze hoch und beendete die Diskontierung der Exportkredite.<sup>482</sup> Doch die Maßnahmen erwiesen sich als unzureichend. Im März und April wertete die Lira um über zehn Prozent ab. Nun ging man verstärkt zu administrativen Begrenzungen des Kapitalverkehrs über, z.B. führte man Begrenzungen der Lira-Ausgaben von italienischen Touristen im Ausland, eine 10%-Steuer auf Auslandsanlagen und Fristsetzungen für Zahlungen im Außenhandel ein (siehe Tabelle F.9).<sup>483</sup> Die Abschottung der italienischen Finanzmärkte sollte zudem verhindern, daß durch den Abfluß von Spargeldern die Finanzierung der Budgetdefizite zu niedrigen Zinssätzen gefährdet wurde.<sup>484</sup> Da die Vorschriften durch einfallsreiche Anleger immer wieder umgangen wurden, wurden sie ständig verschärft und komplexer. Insgesamt gesehen schränkten die Devisenverkehrskontrollen den Entscheidungsspielraum der Wirtschaftssubjekte stark ein, behinderten den Außenhandel und hatten so negative Auswirkungen auf die Ressourcenallokation in der italienischen Volkswirtschaft.

1976 verhandelte man mit dem IWF erneut über einen Kredit, der nach langen und schwierigen Verhandlungen im April 1977 genehmigt wurde. Von 1977 bis 1979 sorgte die Konjunkturbelebung im Ausland bei gleichzeitiger Rezession in Italien in Folge der restriktiven Geldpolitik überraschend schnell für eine positive Leistungsbilanz, so daß der Kredit des IWF dieses Mal nicht in Anspruch genommen werden mußte. Unterstützt wurde diese Entwicklung von internationalen Wechselkursentwicklungen, die eine Verbesserung der terms of trade mit sich brachten. Während die Lira gegenüber den europäischen Währungen abwertete und so das Exportgeschäft belebte, wertete die Lira gegenüber dem Dollar auf, so daß Importe billiger wurden. Die Abwertung gegenüber den europäischen Währungen wurde bewußt mit dem Ziel in Kauf genommen, über eine Belebung des Exportgeschäfts eine Steigerung der Unternehmensgewinne und so eine Förderung der Investitionen und die Wiederaufstockung von Währungsreserven zu erreichen.<sup>485</sup> Zusätzlich verringerte sich die negative Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland, so daß die Kapitalbilanz sich verbesserte.

<sup>482</sup>Vgl. Spaventa (1983), S. 458f.

<sup>483</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 231-233.

<sup>484</sup>Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 223f.

<sup>485</sup>Vgl. Giavazzi/Spaventa (1989), S. 149f. und Ciampi (1985), S. 69.

Eine erneut das Wachstum stimulierende expansive Geldpolitik, die resultierende zunehmend negative Zinsdifferenz, die zweite Ölkrise und eine bessere Konjunkturlage in Italien als im Ausland ließen 1980 die Zahlungsbilanz in ein Rekorddefizit abrutschen. Italien war von der zweiten Ölkrise aufgrund gesetzlicher und institutioneller Bedingungen wie *scala mobile* und Sozialgesetze erneut stärker betroffen als andere Industriestaaten.<sup>486</sup> 1980 belief sich die Inflationsrate auf über 20%. Darauf reagierte die Zentralbank mit einer deutlichen Verschärfung der Geldpolitik.<sup>487</sup> Das langfristige Zinsniveau stieg von etwa 12% auf über 22%. Die Kreditgrenzen wurden verschärft.<sup>488</sup> Zusätzlich wurde das Exportgeschäft und damit die Konjunkturentwicklung von der realen Aufwertung der Lira gebremst. Dennoch sank die Inflationsrate langsamer als in anderen Ländern wie etwa Großbritannien. Hintergrund war der Wunsch der Regierung, die Unternehmensgewinne nicht durch eine zu restriktive Wirtschaftspolitik zu stark zu drücken, um so das Investitionsniveau und damit die Rate des Wirtschaftswachstums halten zu können. Das Haushaltsdefizit stieg aufgrund von hohen Ausgaben zur Aufrechterhaltung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der Bekämpfung der gestiegenen Arbeitslosigkeit wieder an und erreichte 1985 mit einer Defizitquote von 12,6% einen Höhepunkt. Die Bekämpfung der Inflation wurde erst anschließend in Angriff genommen.<sup>489</sup> Erst Ende 1986 sank die Inflationsrate wieder auf unter 6%. Eine weitere Ursache des langsamen Absinkens der Inflation war die Lohnindexierung, die über hohe Nominallohnsteigerungen den Preisauftrieb konservierte.<sup>490</sup> Ein erneuter Anstieg der Inflation aufgrund höherer Lohnzuwächse im Konjunkturaufschwung in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts wurde im wesentlichen durch die Abwertung des Dollars und einem Absinken des Ölpreises verhindert.

Zusammenfassend betrachtet waren die Ergebnisse der Wirtschaftspolitik in den sechziger und insbesondere in den siebziger Jahren sehr enttäuschend. Italien wurde innerhalb der Gruppe der Industrieländer zum Musterbeispiel einer inflationierenden Volkswirtschaft und die Lira zum Inbegriff einer Weichwährung. Zusätzlich zu den negativen monetären Ergebnissen der Wirtschaftspolitik kam es auch nicht zu einem Anstieg des realen Wirtschaftswachstums. Trotz der resultierenden negativen Realverzinsung unterließen die Unternehmen wegen der geringen Gewinnaussichten aufgrund der hohen Lohnkosten Erweiterungsinvestitionen.<sup>491</sup> Die Abwertungen der Lira führten zusätzlich nicht zu einem Anstieg der Exportnachfrage, da die inländischen Preise so schnell stiegen, daß der Abwertungsvorteil aufgezehrt war, bevor die Exportnachfrage reagieren konnte. Die starke Dominanz des Wachstumsziels, die daraus resultierenden Einschränkungen der Geldpolitik durch die Fiskalpolitik, die institutionelle Abhängigkeit der Notenbank und die vergangenheitsorientierte Indexierung der Löhne machten Italien in dieser Zeit zur am stärksten inflationierenden Volkswirtschaft unter den Industrieländern.

---

<sup>486</sup> Vgl. Fazio (1995), S. 81.

<sup>487</sup> Vgl. auch im folgenden Micossi/Padoan (1995), S. 131-141.

<sup>488</sup> Vgl. Banca d'Italia: Report for the year 1981, S. 170f.

<sup>489</sup> In Großbritannien wurde von Mrs. Thatcher gerade umgekehrt vorgegangen. Vgl. Giavazzi/Spaventa (1989), S. 137f. und Kapitel F.II.3.

<sup>490</sup> Vgl. Banca d'Italia: Report for the year 1981, S. 184f.

<sup>491</sup> Vgl. Masera (1981), S. 244f.



## 5. Das EWS als Disziplinierungsinstrument und zunehmende Unabhängigkeit für die Banca d'Italia (1979-1992)

Zwei sehr wichtige Ereignisse fanden zu Beginn dieser Dekade statt. 1979 trat Italien als Gründungsmitglied des EWS dem Wechselkursmechanismus (ERM) bei, jedoch mit einer erweiterten Bandbreite von  $\pm 6\%$  um den Leitkurs, um allzu häufige Realignments aufgrund des Inflationsvorsprungs Italiens vermeiden zu können.<sup>492</sup> Mehrere Gründe sprachen für diesen Schritt. Während bis 1979 eine akkommodierende Wechselkurspolitik hohe Nominallohnsteigerungen und eine aggressive Preispolitik der Unternehmen durch Abwertungen im Außenhandel alimentiert und somit die Inflationsneigung in der Volkswirtschaft begünstigt hatte, nutzte man seit 1981 die Fixierung des nominellen Wechselkurses im ERM für den konzeptionellen Übergang zu einer sich nicht mehr den internationalen Inflationsdifferenzen anpassenden Wechselkurspolitik.<sup>493</sup> Die resultierende reale Aufwertung der Lira führte zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit italienischer Firmen im Außenhandel, wodurch der Export- und der Importsubstitutionssektor zur Kompensation des Wettbewerbsnachteils zu einer Disziplinierung der Lohn- und Preispolitik gezwungen wurde.<sup>494</sup> Unternehmer dieser Branchen mußten zur Erhaltung ihrer Wettbewerbsfähigkeit ihre Gewinnmargen einschränken. Die Beschäftigten dieser Sektoren mußten sich, um ihre Arbeitsplätze nicht zu gefährden, mit geringeren Lohnzuwächsen zufriedengeben.<sup>495</sup> Die Wechselkursbindung im ERM wurde so zum Instrument der Disinflationpolitik.<sup>496</sup> Zusätzlich konnte die Regierung durch einen Verweis auf das EWS eine stabilitätsorientiertere und damit kurzfristig wachstumseinschränkende Politik leichter gegenüber der Bevölkerung rechtfertigen.<sup>497</sup>

Durch die Anbindung an die stabilitätsorientiertere Geldpolitik der nördlichen EWS-Länder hoffte man zudem, die Inflationserwartungen positiv beeinflussen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erhöhen und so die Inflationsraten senken zu können, ohne die rezessiven Folgen einer entsprechenden restriktiven Geldpolitik tragen zu müssen.<sup>498</sup>

Die erweiterte Bandbreite und anfänglich häufige Realignments ermöglichten dabei eine graduelle Strategie, so daß die Kosten dieser Politik in Form von Exportrückgängen, einer Handelsbilanzverschlechterung, Arbeitsplatzverlusten und Wachstumsein-

<sup>492</sup>Dennoch waren insbesondere in den Anfangszeiten häufigere Leitkursanpassungen der Lira notwendig. Vgl. Bartolini/Bodnar (1992), S. 17-20 und Tabelle F.6.

<sup>493</sup>Vgl. Ciampi (1985), S. 67f.

<sup>494</sup>Vgl. Giavazzi/Pagano (1988), S. 1055 und Ciampi (1992b), S. 98.

<sup>495</sup>Vgl. Santini (1993), S. 236, Molho (1991), S. 5 und Papadia/Vona (1988), S. 115.

<sup>496</sup>Eine außenwirtschaftlich orientierte Stabilisierungspolitik stellte die einzige Möglichkeit in Italien zur Verringerung der Inflationsraten dar. Eine Einkommenspolitik war aufgrund des harten Verteilungskonflikts zwischen Arbeitnehmer- und Arbeitgeberseite und der vertraglich vereinbarten scala mobile undurchführbar und eine binnenwirtschaftlich orientierte restriktive Hochzinspolitik hätte aufgrund der Zinsbelastung einen Staatsbankrott zur Folge gehabt. Vgl. Thomasberger (1990), S. 207.

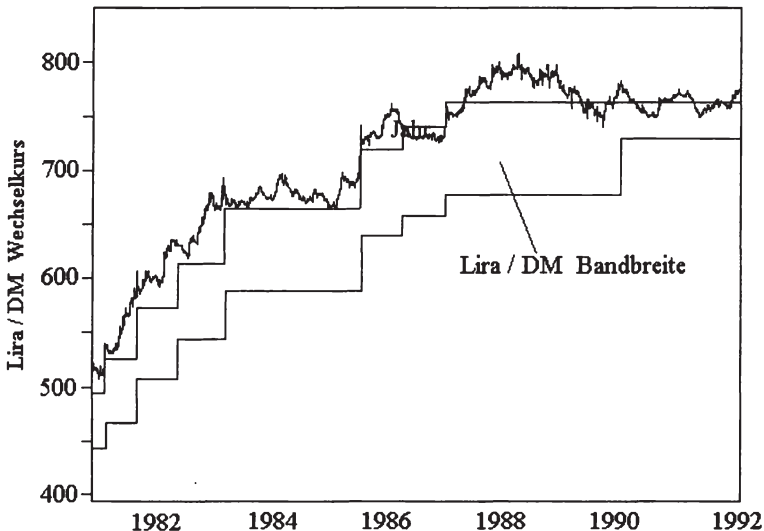
<sup>497</sup>Vgl. Bertoni (1994), S. 143 und Tabellini (1988), S. 99.

<sup>498</sup>Vgl. Giavazzi/Pagano (1988), S. 1056f. Im Zeitinkonsistenzmodell entspräche dies einer Linksverschiebung der kurzfristigen Phillipskurve.

bußen auf vergleichsweise niedrigem Niveau blieben.<sup>499</sup> Diese günstige realwirtschaftliche Entwicklung wurde noch durch eine expansive Fiskalpolitik unterstützt, die die negativen Auswirkungen der stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik zu kompensieren versuchte.

Andererseits verringerten die in den Anfangsjahren häufig stattfindenden Abwertungen der Lira und die beschäftigungsstützende Fiskalpolitik den Disziplinierungsdruck der Wechselkursbindung, so daß nur sehr allmählich eine Mäßigung des Lohn- und Preissetzungsverhalten in der italienischen Wirtschaft erreicht wurde.<sup>500</sup> Eichengreen/Wyplosz (1993) und Bartolini/Bodnar (1992) weisen außerdem darauf hin, daß der Terminkurs der Lira erst Ende der achtziger Jahre innerhalb des ERM-Wechselkursbandbreite lag (siehe Abbildung F.5). Dies läßt den Schluß zu, daß die Finanzmärkte zuvor die Wechselkursbindung der Lira als nicht mittelfristig bindend ansahen. Daher dürften die Glaubwürdigkeitseffekte der ERM-Teilnahme im Falle Italiens zumindest in den ersten zehn Jahren eher gering gewesen sein. Demzufolge kommen Untersuchungen zu dem Ergebnis, daß die realwirtschaftlichen Kosten der Disinflation in Italien in den achtziger Jahren letztlich nicht geringer waren als in den siebziger Jahren.<sup>501</sup>

Abbildung F.5: Verhältnis des Lira-Terminkurses zum ERM-Wechselkursband



Quelle: Bartolini/Bodnar (1992), S. 12a

<sup>499</sup>Vgl. Papadia/Vona (1988), S. 109. Zwischen 1979 und 1986 wertete die Lira trotz Realalignments real um 11% gegenüber der DM auf.

<sup>500</sup>Vgl. Micossi/Padoan (1995), S. 134, Schaubild 1.

<sup>501</sup>Vgl. Egebo/Englander (1992), S. 64-66 und die dort angegebene Literatur.

Die zweite für die Geldpolitik sehr bedeutende Veränderung fand 1981 statt. In diesem Jahr wurde die Banca d'Italia von der Verpflichtung befreit, Schatzwechsel, die bei der Versteigerung z.B. aufgrund eines zu hohen Ausgabekurses keinen Käufer fanden, aufkaufen und so letztlich die vollständige Finanzierung der Budgetdefizite über eine Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge finanzieren zu müssen. Dieser Vorgang, der als „Scheidung“ bekannt wurde, beendete den uneingeschränkten Zugang der Regierung zu Notenbankkrediten,<sup>502</sup> hob die Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik weitestgehend auf und konnte als erster Schritt auf dem Weg zu einer unabhängigen Notenbank betrachtet werden. Ziel war es, der Banca d'Italia die Kontrolle über die Entwicklung der Geldbasis und der Bankenliquidität zu geben und so letztlich über ein geringeres Wachstum der Geldmenge einen höheren Grad an Geldwertstabilität zu erreichen.<sup>503</sup> Der damalige Finanzminister Andreatta begründete seine Entscheidung damit, daß er mit Hilfe einer erhöhten Unabhängigkeit der Zentralbank eine glaubwürdigere Disinflationspolitik betreiben wolle.<sup>504</sup> Zusätzlich sollte dadurch der Kredit-spielraum zukünftiger Regierungen nachhaltig eingeschränkt werden.<sup>505</sup> Allerdings konnte sich die Regierung weiterhin über direkte Kassenkredite der Notenbank via Kontokorrentkonto finanzieren, so daß die finanzielle Unabhängigkeit der Banca d'Italia nicht vollkommen war.<sup>506</sup> Dennoch kam es trotz steigender Budgetdefizite aufgrund einer im Zuge der verstärkten Ausgabe von Staatsanleihen geringeren Monetarisierungsquote<sup>507</sup> zu einem niedrigeren fiskalpolitisch bedingten Anstieg der Geldmenge (siehe Tabelle F.11).<sup>508</sup>

Tabelle F.11: Italienische Budgetdefizite und ihre Finanzierung 1966-1986

Zeitraum	1966-1968	1969-1974	1975-1986
<b>Defizit</b> (% des BIP)	4	6	13
<b>Verschuldung</b> (% des BIP)	35	40	63
<b>Notenbankkredite</b> (% des PSBR)	35	81	17
<b>Langfristige Anleihen</b> (% des PSBR)	66	15	47

Quelle: Giovannini (1988), S. 199, Tabelle 5.7

Als weitere Begründung für die Aufhebung der Wechselankaufsverpflichtung der Banca d'Italia wurden polit-ökonomische Gründe genannt. Ein verminderter Zugang

<sup>502</sup> Dementsprechend sank der Anteil am Finanzierungsbedarf der Regierung, den die Banca d'Italia durch Käufe bei den Versteigerungen von Schatzwechseln deckte, von sehr hohen 89% in der Periode von 1975-1978 auf 20,6% in der Zeit von 1982-1986. Vgl. Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 18.

<sup>503</sup> Vgl. Salvemini (1983), S. 35 und Banca d'Italia: Report for the year 1981, S. 185f.

<sup>504</sup> Vgl. Fratianni/Spinelli (1997), S. 241.

<sup>505</sup> Vgl. Fratianni/von Hagen (1992), S. 52.

<sup>506</sup> Vgl. Tabellini (1988), S. 97. Dies gilt insbesondere aufgrund des mit 14% der geplanten Haushaltsausgaben sehr beachtlichen Umfangs der Kassenkredite.

<sup>507</sup> Diese betrug in den achtziger Jahren nur noch 18%.

<sup>508</sup> Vgl. Galli/Masera (1988), S. 203f.

zu Notenbankkrediten zwang die Regierung zu einer vermehrten Finanzierung der Ausgaben über eine Kreditaufnahme an den Finanzmärkten zu eventuell steigenden Zinssätzen oder zu einer Erhöhung der Steuern. Da beide Finanzierungswege stärker in der Öffentlichkeit stünden, sollte dadurch der Grad der Fiskalillusion abnehmen und der Druck der Wähler auf eine Sanierung des Staatshaushaltes zunehmen.<sup>509</sup>

Zu Beginn der achtziger Jahre beschleunigte sich der Wandel der geldpolitischen Konzeption, der nach der Zahlungsbilanzkrise 1976 langsam eingesetzt hatte. Ursache hierfür waren die abnehmende Effizienz direkter Instrumente bei der Kontrolle des Finanzsektors, die schlechten Ergebnisse der direkten Geldpolitik und die mit ihr verbundenen Verzerrungen und Effizienzverluste im Wirtschaftsablauf. Begünstigt durch die höhere Unabhängigkeit der Notenbank, einen neuen monetaristisch geprägten Gouverneur und dem Beitritt zum ERM gewann das Ziel der Geldwertstabilität allmählich Vorrang vor dem kurzfristigen Wachstumsziel. Letztlich erforderte die Stabilisierung des Wechselkurses eine Reduzierung der Inflationsrate auf das durchschnittliche Niveau in den Partnerländern.<sup>510</sup> Diese Erkenntnis setzte sich, wenn auch verzögert, allmählich in Italien durch.<sup>511</sup> Um dieses Ziel erreichen zu können, beabsichtigte man den Übergang zu einer indirekten, zinsorientierten Geldpolitik. Dieser Konzeptionswandel vollzog sich in Italien jedoch nur sehr allmählich.

Tabelle F.12: Geldmengen- und Inflationsziele und ihre Realisierung in Italien (in %)

Jahr	Geldmengenziel M2	realisiertes Geld- mengenwachstum	Inflationsziel (der Regierung)	erreichte Inflation
1984	11,0	12,3	10,0	10,8
1985	10,0	11,1	7,0	9,2
1986	7-11	9,6	6,0	5,9
1987	6-9	8,6	4,0	4,7
1988	6-9	8,9	4,5	5,0
1989	6-9	9,5	4,0	6,3
1990	6-9	9,9	4,5	6,5
1991	5-8	9,0	5,0	6,3
1992	5-7	6,0	4,5	5,2
1993	5-7	7,9	4,5	4,5
1994	5-7	2,8	3,5	3,9
1995	5	1,9	5,2	6,2

Quelle: Fratianni (1995), S. 175

Banca d'Italia: Ordinary General Meeting of Shareholders (diverse Jahrgänge)

1985 wurde das Zwischenziel gewechselt. Das inländische Kreditvolumen, das aufgrund der Höhe der Budgetdefizite und der Nichteinschränkung der Privatkredite<sup>512</sup>

<sup>509</sup>Vgl. Tabellini (1988), S. 100.

<sup>510</sup>Vgl. Barbato (1987), S. 166.

<sup>511</sup>Vgl. Giavazzi/Spaventa (1989), S. 135.

<sup>512</sup>Manifestiert durch die Aufhebung der Kreditgrenzen 1983.

von der Banca d'Italia nicht kontrolliert werden konnte und dessen Verbindung zu nominellen makroökonomischen Größen an Stabilität verloren hatte, wurde durch das Geldmengenaggregat M2 ersetzt (siehe Tabelle F.12).<sup>513</sup> Dies wurde durch eine Stabilisierung der Geldnachfrage und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes möglich, nachdem zuvor noch Finanzinnovationen zu einem Umbruch im Finanzverhalten, insbesondere zu einem starken Rückgang der Nachfrage nach Bankeinlagen, geführt und die Geldnachfrage destabilisiert hatten.<sup>514</sup> Die gestiegene finanzielle Unabhängigkeit im Zuge der „Scheidung“ sollte der Banca d'Italia dabei eine bessere Kontrolle über die Entwicklung der Geldbasis ermöglichen. Die Höhe der Kredite an den Privatsektor wurde nur noch als untergeordneter Indikator beobachtet.

Anstelle von M2 gewann jedoch rasch der Wechselkurs zunehmendes Gewicht als Zwischenziel. Die Einhaltung der Lira-Parität im ERM wurde von der Banca d'Italia in zunehmendem Maße zur Entscheidungsgrundlage ihrer Zinspolitik. Die Angabe von Zielkorridoren für das Geldmengenaggregat M2 diene in dieser Periode ähnlich wie in Frankreich hauptsächlich als Orientierungsgröße und Richtungsweiser der zukünftigen Geldpolitik für die Wirtschaftssubjekte und sollte so deren Inflationserwartungen beeinflussen.

Des weiteren wurden im Zuge des geldpolitischen Konzeptionswandels direkte Instrumente nach und nach durch indirekte, marktorientierte Instrumente ersetzt. Kreditgrenzen und Kapitalverkehrsbeschränkungen sollten allmählich durch eine Politik der Zinssteuerung abgelöst werden. Ziel war es, durch eine Erhöhung der Zinssätze und daraus resultierend einer positiven Realverzinsung die Liquiditätspräferenz der Haushalte zu senken, den hohen Liquiditätsgrad des Haushaltsvermögens durch eine Umlenkung der Bankeinlagen in Staatsanleihen zu reduzieren und somit über eine Förderung der Geldkapitalbindung die nachfragewirksame Geldmenge zu reduzieren. Zusätzlich sollte diese Entwicklung die langfristige Finanzierung der Budgetdefizite sichern, die Rolle der Finanzmärkte im Intermediationsprozeß zu Lasten der Banken erhöhen und so letztlich die Kontrollmacht der monetären Instanzen stärken.<sup>515</sup>

Durch eine deutliche Erhöhung der Verzinsung der Staatsanleihen und die Einführung kurzfristiger Schatzwechsel, die in direkte Konkurrenz zu den Bankeinlagen traten, gelang es tatsächlich, die Sparer vermehrt zum Kauf von staatlichen Wertpapieren zu bewegen. Insbesondere die Einführung variabel verzinsster Schatzamt-Kreditzertifikate förderte dieses Ziel.<sup>516</sup> Aufgrund dieses Erfolgs konnte die Portfolio-Vorschrift, die den Banken die Anlage eines bestimmten Prozentsatzes ihrer Neueinlagen in langfristigen Staatstiteln vorschrieb, 1978 von 30% auf 6,5% und 1983 auf 5,5% herabgesetzt werden, um schließlich im April 1987 völlig aufgehoben zu werden.<sup>517</sup> Kreditgrenzen wurden im Juni 1983 nach Überwindung der Zahlungsbilanzkrise ausgesetzt,

<sup>513</sup> Vgl. Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 5.

<sup>514</sup> Vgl. Angelini/Hendry/Rinaldi (1994), S. 10-12, Muscatelli/Papi (1990), S. 243 und Kapitel D.IV.2.

<sup>515</sup> Vgl. Passacantando (1996), Padoa-Schioppa (1987), S. 273-280 und Sarcinelli (1995), S. 409-414.

<sup>516</sup> Siehe Kapitel D.IV.2.

<sup>517</sup> Als Folge fiel der Anteil von staatlichen Wertpapieren an den Bankaktiva von 31,7% 1983 auf 16,6% 1991. Gleichzeitig stieg der Anteil von Krediten an den Privatsektor von 31,5% auf 46,5%. Vgl. Angeloni/Buttiglione/Ferri/Gaiotti (1995), S. 14.

im Januar 1986 aufgrund einer erneuten Zahlungsbilanzkrise und stark wachsender Kreditaggregate wieder eingeführt<sup>518</sup> und im März 1988 endgültig abgeschafft.

Basis für die verstärkte Nutzung indirekter Instrumente waren die in Kapitel D.IV.2. beschriebenen Reformen zur Steigerung der Effizienz bestehender Märkte, insbesondere des Interbankenmarkts, und zur Schaffung neuer Finanzmarktsegmente.<sup>519</sup> Als erstes offenkampfpolitischen Instrument zur Steuerung des kurzfristigen Zinsniveaus über eine Regulierung der Bankenliquidität wurde 1981 nach der „Scheidung“ Wertpapierpensionsgeschäfte auf Schatzwechsel im Tendersverfahren eingeführt. Zusätzlich kündigte die Banca d'Italia 1982 an, die Mindestreservpolitik zukünftig durch eine aktivere Variation der Sätze verstärkt zur kurzfristigen Steuerung der Bankenliquidität zu verwenden.<sup>520</sup>

Mit der Aufhebung der Devisen- und Kapitalverkehrsvorschriften wurde im Kontext der europäischen Währungsintegration 1985 begonnen. So wurden Ende 1985 alle Restriktionen bei Kapitalimporten aufgehoben und die Höhe der zinslosen Zwangseinlage bei Portfolioinvestitionen im Ausland in mehreren Schritten zwischen November 1984 und August 1986 erst auf 15% gesenkt und im Mai 1987 völlig abgeschafft.<sup>521</sup> Am 8. August 1986 wurde zudem die volle Konvertibilität italienischer Banknoten für Inländer wieder eingeführt. Am 1. Oktober 1988 trat das neue Kapitalverkehrskontrollgesetz in Kraft, das alle nicht ausdrücklich verbotenen Devisengeschäfte grundsätzlich erlaubte.<sup>522</sup> Im Mai 1990 war die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vor dem Zielzeitpunkt der EG erfolgreich bewältigt.

Die internationale Öffnung der Finanzmärkte erforderte, um Kapitalabflüsse vermeiden zu können, ebenso wie das neue Endziel der Geldwertstabilität eine Erhöhung des Realzinsniveaus. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre überstieg dann das italienische Realzinsniveau das der EWS-Partner,<sup>523</sup> und eine deutliche Konvergenz der Inflationsrate an den europäischen Durchschnitt gelang. Die von vielen befürchtete Kapitalflucht setzte nicht ein. Vielmehr schien die Verringerung der Kapitalverkehrskontrollen aufgrund der EG-Vorschriften für unumkehrbar gehalten worden zu sein, so daß der länderspezifische Risikoaufschlag sich verringerte.<sup>524</sup> Zusätzlich erhöhte sich die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung der Lira im ERM, da der Wegfall der Kapitalverkehrskontrollen über die Erhöhung der Gefahr von Wechselkursinstabilitäten den Zwang zu einer Anpassung der italienischen Geldpolitik an die der europäischen Partner erhöhte.<sup>525</sup>

<sup>518</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1987), S. 35.

<sup>519</sup>Vgl. Ciampi (1991), S. 160.

<sup>520</sup>Vgl. Barbato (1987), S. 183-185.

<sup>521</sup>Vgl. Ciampi (1985), S. 66f. und Bartolini/Bodnar (1992), S. 2f.

<sup>522</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1988), S. 22. Für eine chronologische Auflistung der einzelnen Liberalisierungsschritte vergleiche Bartolini/Bodnar (1992), S. 17-20.

<sup>523</sup>Vgl. Thomasberger (1990), S. 199 und Molho (1991), S. 8-10.

<sup>524</sup>Vgl. Bartolini/Bodnar (1992), S. 11.

<sup>525</sup>Vgl. Bartolini/Drazen (1996) und International Herald Tribune vom 26./27.05.1990, abgedruckt in Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 31.05.1990, Nr. 44, S. 8.



Zusätzlich positiv auf die Glaubwürdigkeit der italienischen Geldpolitik hatte sich bereits 1984 eine Verordnung der Regierung ausgewirkt, die den Zuwachs der Nominallöhne entgegen der Indexierung begrenzte. Trotz massiver Kritik blieb die Regierung ausnahmsweise fest bei ihrer Politik und konnte sich in einer Volksabstimmung gegen die Gewerkschaften durchsetzen. Diese harte Haltung der Regierung machte auch die Wechselkursbindung der Lira glaubwürdiger und förderte so eine Reduzierung der Inflationserwartungen.<sup>526</sup> Verdeutlicht wurde diese Entwicklung durch eine Annäherung des Lira-Terminkurses an die ERM-Bandbreite der Lira.<sup>527</sup>

Ein positiver Effekt der höheren Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung war ein Rückgang der Abwertungserwartungen, so daß es Italien insbesondere nach Abschluß des Basel-Nyborg-Abkommens gelang, trotz geringerer Zinsspreads gegenüber den EWS-Partnerländern hohe Kapitalzuflüsse zu erreichen. Zusätzlich führte das gestiegene Zinsniveau zu höheren Zinslasten der Regierung, die dadurch zu einer Reduzierung der Primärdefizite<sup>528</sup> gezwungen wurde, um eine noch stärkere Ausdehnung der Gesamtdefizite vermeiden zu können. Diese Konsolidierung der Haushaltspolitik erhöhte das internationale Vertrauen in Italien und führte zu weiteren Kapitalzuflüssen.

Als Ergebnis des konzeptionellen Wandels sank die Inflationsdifferenz zu Deutschland in den achtziger Jahren beständig von 15,7%-Punkten 1980 auf 3,5%-Punkte 1990.<sup>529</sup> Dieser Erfolg und die relative Stabilität der Lira im ERM<sup>530</sup> bewogen die italienische Regierung Anfang 1990 in das engere Wechselkursband von  $\pm 2,25\%$  überzugehen.<sup>531</sup> Mit diesem Schritt wollte man die erreichte Stabilität und Gleichwertigkeit der Lira gegenüber den anderen Partnerwährungen beweisen und durch eine noch engere Bindung der Politik weitere Glaubwürdigkeitseffekte erzielen.<sup>532</sup> Zusätzlich sollte die verschärfte außenwirtschaftliche Restriktion den innenpolitischen Druck auf weitere Konsolidierungsmaßnahmen erhöhen.<sup>533</sup> Tatsächlich stiegen die Kapitalzuflüsse aufgrund einer Verringerung der erwarteten Abwertungsrate der Lira noch einmal deutlich an,<sup>534</sup> und das langfristige Zinsniveau näherte sich dem der EWS-Partnerländer an.<sup>535</sup> Möglich wurde dieser Schritt auch durch die Erweiterung der währungspolitische Instru-

<sup>526</sup>Vgl. Giavazzi/Spaventa (1989), S. 154 und Fratianni/von Hagen (1992), S. 52.

<sup>527</sup>Vgl. Bartolini/Bodnar (1992), S. 11f. und Abbildung F.5.

<sup>528</sup>Das Primärdefizit rechnet Zinszahlungen aus dem Budget heraus.

<sup>529</sup>Vgl. Molho (1991), S. 7.

<sup>530</sup>Die Lira blieb nach 1987 zwar die volatilste Währung im System, erreichte aber nur sehr selten ihre untere Interventionsschwelle. Ein Erfolg, der zum Teil den intramarginalen Interventionen der Banca d'Italia zuzuschreiben ist. Vgl. Del Giovane (1994), S. 13f.

<sup>531</sup>Vgl. BIEB (Februar 1990), S. 10f. und Arcelli (1990), S. 142f. Technisch wurde dies durch eine Leitkursabwertung der Lira umgesetzt, so daß die untere Interventionsschwelle identisch blieb, während die obere Interventionsschwelle abgesenkt wurde.

<sup>532</sup>Vgl. Micossi/Padoan (1995), S. 140.

<sup>533</sup>Vgl. Börsenzeitung vom 09.01.1990, abgedruckt in Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 11.01.1990, Nr. 3, S. 10.

<sup>534</sup>Vgl. Banca d'Italia (1991), S. 63 und Micossi/Padoan (1995), S. 140f. So wurde 1990 ein Emissionsvolumen staatlicher Wertpapiere in Höhe von 58% (!) des BIP vom Markt aufgenommen. Vgl. Ciampi (1991), S. 151.

<sup>535</sup>Vgl. Ciampi (1992a), S. 155. So konnten 1991 erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg wieder zehnjährige festverzinsliche Staatsanleihen emittiert werden.

mente und der verstärkten Kooperation der Notenbanken aufgrund des Basel-Nyborg-Abkommens von 1987.<sup>536</sup> Andererseits verlor Italien durch diesen Schritt erwartungsgemäß in einem sehr hohen Maß an geldpolitischer Autonomie, da der Übergang zum engen Wechselkursband in Verbindung mit der Aufhebung der Devisenkontrollen die nahezu ausschließliche Nutzung der Zinspolitik zur Steuerung des Wechselkurses erforderte. Der Einfluß binnenwirtschaftlicher Faktoren auf die Zinsentwicklung nahm deutlich ab,<sup>537</sup> so daß sich die Gefahr von Zielkonflikten zwischen binnenwirtschaftlichen und wechsellkurspolitischen Erfordernissen erhöhte.

Finanzinnovationen führten wie in Großbritannien und Frankreich auch in Italien zu mehreren Neudefinitionen der Geldmengenaggregate und destabilisierten die Geldnachfrage. 1985, bereits ein Jahr nach Einführung von M2 als offiziellem Zwischenziel, kam es zu ersten Neugliederungen<sup>538</sup> mit dem Ziel, neue Finanzinstrumente, die eine hohe Substitutionalität zu geldnahen Bankeinlagen hatten, in die Definition der potentiell nachfragewirksamen Geldmenge einzuschließen. So wurden z.B. kurzfristige CDs mit einer Laufzeit von unter achtzehn Monaten und Repo-Geschäfte der Banken mit privaten Anlegern aufgrund ihrer Ähnlichkeit mit Spar- und Termineinlagen in die Geldmenge M2 eingeschlossen. 1991 wurden aufgrund der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Fixierung des Lira-Wechselkurses in der engeren Bandbreite Einlagen der Inländer im Ausland in erweiterten Definitionen berücksichtigt. Die Geldmenge wurde anstelle vom Geldangebot der Notenbank verstärkt endogen von der Geldnachfrage des Publikums bestimmt. Zusätzlich glich man die Definition der Geldmengenaggregate an die anderer europäischer Staaten an, so wurden Repo-Vereinbarungen und Sparbriefe der Postsparkasse wieder aus M2 herausgenommen und in ein neues Liquiditätsaggregat eingebracht.<sup>539</sup>

Des weiteren ging auch die Banca d'Italia verstärkt zur Beobachtung mehrerer monetärer und realer Größen über, das heißt neben dem Wechselkursziel und M2 als Zwischenziele der Geldpolitik wurden verstärkt auch andere Indikatoren wie Kreditaggregate, M1 und Forwardzinssätze beobachtet.<sup>540</sup>

Die wirtschaftliche Entwicklung in Italien in den achtziger Jahren wurde von einer Kombination aus restriktiver Geldpolitik, die durch die größere Unabhängigkeit der Banca d'Italia ermöglicht und aufgrund der Wechselkursbindung im ERM erforderlich

<sup>536</sup>Vgl. Pressemitteilung des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft - Europäischer Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit vom 18.09.1987, abgedruckt in Krägenau/Wetter (1993), S. 128 und Deutsche Bundesbank (1987), S. 66-71.

<sup>537</sup>Vgl. die Regressionsberechnungen von Angeloni/Prati (1993), S. 5-16.

<sup>538</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1985), S. 51-53.

<sup>539</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1991), S. 61-65. Folgende Finanzinstrumente sind in den verschiedenen Aggregaten enthalten:

M1 = Bargeld + Sichteinlagen (im In- und Ausland) + Ziehungen auf Banken

M2 = M1 + Spareinlagen (inklusive kurzfristige CDs)

L = M2 + Schatzwechsel (inklusive CTE) + Bankakzepte + Sparbriefe der Postsparkasse + Repos + langfristige CDs der Spezialekreditinstitute

<sup>540</sup>Vgl. Banca d'Italia (1994), S. 77f. und Arcelli (1990), S. 146.

wurde,<sup>541</sup> und expansiver Fiskalpolitik, die die Kosten der monetären Stabilisierung zu kompensieren versuchte, geprägt und erzielte erstaunliche Ergebnisse. Von 1980 bis 1992 gelang es, die Inflationsrate von 20% auf rund 5% herabzuführen und trotzdem von den vier großen Industrienationen in Europa das größte Wachstum zu erzielen.<sup>542</sup> Es gelang sogar, neue Arbeitsplätze zu schaffen. Jedoch ist kritisch anzumerken, daß ein Großteil dieses Wachstums im Gegensatz zu Großbritannien durch eine explodierende Staatsverschuldung erkauft wurde. So entstanden fast 80% der neuen Arbeitsplätze im öffentlichen Sektor. Viele Sozialpläne privater Unternehmen wurden von der Regierung bezahlt.<sup>543</sup> Der wahre Erfolg der Wirtschaftspolitik in den achtziger Jahren wird sich erst zeigen, wenn die Kosten, die durch die notwendige Verringerung der Staatsverschuldung entstehen, offensichtlich werden. Trotzdem hat sich die italienische Wirtschaftsstruktur geändert. Die Lohnindexierung mußte von den geschwächten Gewerkschaften aufgegeben werden, und die Unternehmen wurden sich der Notwendigkeit eigener Anstrengungen um Produktivitätsfortschritte als Ersatz für nicht mehr stattfindende akkommodierende Abwertungen bewußt.

Zusammenfassend betrachtet hat die Geldpolitik in Italien durch die allmähliche Höhergewichtung des Geldwertsstabilitätsziels, den konzeptionellen Wechsel von direkten Instrumenten zu einer indirekten Zinspolitik und durch die Gewinnung eines höheren Unabhängigkeitsgrades, insbesondere der Befreiung von finanzpolitisch geprägten Restriktionen, deutlich an Effizienz gewonnen. Während die Notenbank 1979 das Marktzinsniveau aufgrund ihrer Weisungsgebundenheit und ihrer mangelnden instrumentellen Ausstattung erst ein Jahr nach Anstieg der Inflation erhöhen konnte, betrug die Verzögerung 1986/87 nur noch vier Monate. 1994 konnte die Banca d'Italia ihre gestärkte geldpolitische Unabhängigkeit und ihr inzwischen effizientes Instrumentarium sogar dazu nützen, das allgemeine Zinsniveau bereits zu erhöhen, bevor die Inflationsrate überhaupt spürbar steigen konnte.<sup>544</sup> Dies zeigte auf, daß durch die institutionellen und konzeptionellen Reformen der achtziger Jahre die Banca d'Italia in die Lage versetzt worden war, in ähnlichem Ausmaß wie andere Notenbanken Einfluß auf die Entwicklung des Geldwertes zu nehmen.

## **6. Die monetäre Integration Europas als Auslöser für grundlegende Reformen, die EWS-Krise 1992 und der Wiedereintritt 1996 (seit 1992)**

Im Zusammenhang mit dem Vertrag von Maastricht wurde der Unabhängigkeitsstatus der Banca d'Italia weiter erhöht. Im Januar 1992 verabschiedete das Parlament ein Gesetz, das das Recht zu Leitzinsänderungen vom Schatzamt auf die Notenbank übertrug. Im November 1993 wurde der Banca d'Italia zudem das Recht zur Änderung der Mindestreservesätze zugewiesen, die so an instrumenteller Unabhängigkeit gewann. Gleichzeitig wurde das alte Schatzamt-Kontokorrentkonto bei der Banca d'Italia, über

<sup>541</sup> So fanden zwar im ERM anfänglich häufig Realignments statt, diese deckten aber nur einen Teil der aufgelaufenen Inflationsdifferenzen ab, so daß die Lira rasch real aufwertete.

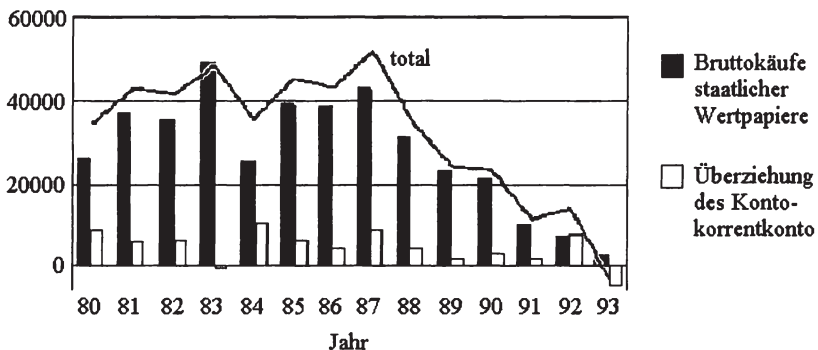
<sup>542</sup> Im Zeitraum von 1978 bis 1988 lag die durchschnittliche Wachstumsrate des BIP in Italien bei 2,4%, in Großbritannien bei 2,2%, in Frankreich bei 1,8% und in Deutschland bei 1,7%. Vgl. Thomasberger (1990), S. 195.

<sup>543</sup> Vgl. Micossi/Padoan (1995), S. 145-151.

<sup>544</sup> Vgl. Banca d'Italia (1995), S. 84f.

das bis dahin Kassenkredite abgewickelt worden waren, durch ein Guthabenkonto ersetzt, das nicht überzogen werden darf. Hintergrund war Artikel 104 des Maastrichter Vertrags, der die Abschaffung sämtlicher Notenbankkredite an die Exekutive einschließlich der Kassenkredite vorschrieb.<sup>545</sup> Seit 1. Januar 1994 nahm die Banca d'Italia zudem nicht mehr an Schatzwechselauktionen teil und war so von jeder moralischen Verpflichtung zur Stützung des Emissionskurses befreit. Damit wurde endgültig die mehr als ein Jahrhundert währende Praxis der Finanzierung der Budgetdefizite über die Notenbank abgeschlossen. Finanzpolitisch bedingte, von der Notenbank nicht kontrollierbare Ausdehnung der Geldmenge waren seither ausgeschlossen, so daß eine wesentliche Ursache für die schlechte Wertentwicklung der Lira beseitigt war (siehe Abbildung F.6).<sup>546</sup>

Abbildung F.6: Kreditgewährung der Banca d'Italia und des UIC an die Regierung (in Mrd. Lire)



Quelle: BIEB (February 1994a), S. 48.

Insgesamt erreichte die Banca d'Italia einen Unabhängigkeitsstatus, der den Bedingungen des Maastrichter Vertrags nahezu entsprach. Mangelnde Unabhängigkeit bestand noch bei der Zielsetzung der Geldpolitik. Auf eine Änderung des Statuts der Banca d'Italia mit der Einführung des Ziels der Geldwertstabilität wurde verzichtet. Die Banca d'Italia verfolgte nicht wie die Bundesbank ein eigenes Inflationsziel, sondern übernahm das oft politisch geprägte Ziel der Regierung.<sup>547</sup> Diese institutionelle Vorgehensweise belastete weiterhin die Glaubwürdigkeit der Banca d'Italia.

Seit Mitte 1991 ließen die positiven Effekte der Bandbreitenverengung im EWS nach und die Kapitalzuflüsse nach Italien nahmen wieder deutlich ab. Die in Folge des

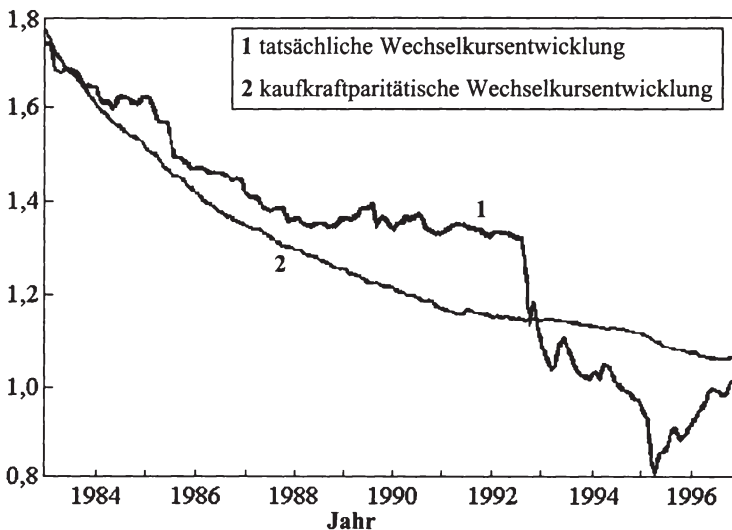
<sup>545</sup>Vgl. Banca d'Italia (1994), S. 85. Die bestehenden Altschulden des conto corrente di tesoreria wurden in langfristige Schulden mit einer Verzinsung von einem Prozent umgewandelt. Vgl. BIEB (February 1994a), S. 48 und Lück (1994c), S. 420.

<sup>546</sup>Vgl. Muscatelli/Spinelli (1996), S. 478.

<sup>547</sup>Vgl. Fratianni (1995), S. 173f.

negativen Referendums in Dänemark aufgetretenen Zweifel an einem reibungslosen, raschen Übergang zur EWU setzten der Lira besonders zu. So wuchsen Befürchtungen der internationalen Kapitalanleger, daß Italien seine Konsolidierungsbemühungen abschwächen könnte, wenn sich eine Verschiebung der EWU ergeben würde. Am 17. September 1992 zwangen dann spekulative Attacken die Lira, das ERM zu verlassen, nachdem selbst ein Niveau des Tagesgeldsatzes von 36,6% und des Dreimonatsgeldsatzes von 22%, eine Ausdehnung der langfristigen Zinsdifferenz zu Deutschland von 2,8 Prozentpunkten auf 5,5 Prozentpunkten und eine Abwertung um 7% am 13. September die Spekulationswelle gegen die Lira nicht hatte beenden können.<sup>548</sup>

Abbildung F.7: Nominaler DM/Lire-Wechselkurs und auf Basis von Verbraucherpreisen berechnete kaufkraftparitätische Entwicklung (in DM/1000 Lire)



Quelle: Croquet/Le Bihan (1996), S. 47.

Eine der fundamentalen ökonomischen Ursachen, die den internationalen Finanzmarktakteuren Anlaß zu Spekulationen gegen die Lira gab, war die inflationsbedingte reale Aufwertung der Lira seit 1987 (siehe Abbildung F.7).<sup>549</sup> Der damit verbundene Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, an Weltmarktanteilen auf den Exportmärkten und letztlich an Arbeitsplätzen erschien politisch nicht mehr tragbar.<sup>550</sup> Den Spekulanten war deshalb bewußt, daß es noch vor dem Übergang zur Einheitswährung zu einer Abwertung der Lira kommen mußte, um einen realwirtschaftlich fundierten Umrechnungskurs der Lira zum Euro bestimmen zu können. Die Märkte

<sup>548</sup>Vgl. Fazio (1995), S. 83 und BIEB (February 1993a), S. 48.

<sup>549</sup>Die akkumulierte Inflationsdifferenz zwischen Lira und D-Mark seit 1988 belief sich auf über 15%.

<sup>550</sup>Vgl. Marzano (1995), S. 188-190.

zogen diesen Schritt, den die Politik erst später im Übergangszeitplan zum Euro vollziehen wollte, rationalerweise vor.<sup>551</sup>

Hinzu kamen politische Krisen und weiter ausufernde Budgetdefizite, die die europäische Währungsintegration in Frage stellten und zu einem Vertrauensverlust internationaler Anleger führten, die sich deshalb aus den italienischen Finanzmärkten zurückzogen. Selbst die massive Anwendung aller im Basel-Nyborg-Abkommen vorgesehenen Instrumente reichte nicht zur Stabilisierung des Wechselkurses aus. Das Ausnutzen der gesamten Schwankungsbreite bis zum unteren Interventionspunkt zur Erhöhung der Volatilität und des Spekulationsrisikos wurde von den Devisenmarktakteuren als Schwächesignal der monetären Behörden gewertet und provozierte weitere Liraverkäufe. Zinserhöhungen der Banca d'Italia wurden als konfliktär zu den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen, insbesondere in Bezug auf die Zinslasten des Staatshaushalts und die hohe Arbeitslosigkeit,<sup>552</sup> angesehen und wurden deshalb ähnlich wie in Großbritannien und Frankreich als zeitinkonsistent und längerfristig nicht aufrechterhaltbar angesehen. Obwohl der Banca d'Italia im Rahmen des ERM im sehr kurzfristigen Bereich unbegrenzte Kreditfazilitäten zur Verfügung standen und sie allein im September mit vierzig Milliarden Dollar auf dem Devisenmarkt intervenierte, gelang es nicht, den Lira-Wechselkurs zu verteidigen,<sup>553</sup> so daß nur ein Austritt aus dem ERM möglich war.

Trotz einer Abwertung des effektiven Lirakurses von über 20% vom vierten Quartal 1992 bis zum vierten Quartal 1993 und dem damit verbundenen Erhöhung der Importpreise, stieg die Inflationsrate im Gegensatz zu 1973 und 1976 nicht wie befürchtet stark an. Eine Untersuchung der Banca d'Italia wies als Grund für die gute Preisentwicklung nach der Abwertung der Lira auf den rezessionsbedingten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hin.<sup>554</sup> Eine weitere Ursache für diese Entwicklung war die Lohnzurückhaltung der Gewerkschaften aufgrund eines starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit im Zuge der Rezession. Wesentlich beigetragen zur Vermeidung einer Abwertungs-Lohn-Preis-Spirale hatte Mitte 1992 auch die Abschaffung der vergangenheitsbezogene scala mobile, die die Lohnentwicklung von der vergangenen Inflationsentwicklung abhängig gemacht hatte. Nach langen Verhandlungen wurde sie im Juli 1993 mit Hilfe eines dreiseitigen Vertrags zwischen Regierung, Gewerkschaften und Arbeitgebern durch ein zweistufiges Lohnfindungssystem ersetzt.<sup>555</sup> Dabei handeln die Tarifparteien der jeweiligen Branche zunächst auf nationaler Ebene Rahmenverträge mit einer Laufzeit von vier Jahren aus.<sup>556</sup> Die Besonderheit des italienischen Systems ist dabei, daß die Regierung ihr Inflationsziel als Maß der zukünftigen Preis-

<sup>551</sup> Vgl. Spaventa (1995), S. 115f.

<sup>552</sup> Vgl. Micossi/Padoan (1995), S. 136.

<sup>553</sup> Vgl. Handelsblatt vom 15.09.1997, Nr. 177, S. 27. Bereits im Juni und im Juli hatte die Banca d'Italia mit umgerechnet über 13,5 Milliarden Dollar interveniert. Im Höhepunkt der Krise im August und September betrugen die Interventionen mehrere Milliarden Dollar in einer Woche. Vgl. Santini (1993), S. 238-243.

<sup>554</sup> Vgl. Gavosto/Siviero/Terlizzese (1995), S. 33-64.

<sup>555</sup> Vgl. Vergi/Trezzi (1997), S. 864f., Ford/Krueger (1995), S. 16f. und Santini (1993), S. 240-244.

<sup>556</sup> Nach zwei Jahren finden Nachverhandlungen statt.



entwicklung den Lohnverhandlungen vorgibt.<sup>557</sup> Durch diese besondere Form der Einkommenspolitik übt die Regierung einen mäßigenden Einfluß auf die Tarifverhandlungen aus. In einer zweiten Stufe der Verhandlungen können einzelne Betriebe Lohnzuschläge festlegen. Auf diese Weise wurde die vergangenheitsbezogene *scala mobile* von einem zukunftsgerichteten, an den Inflationserwartungen orientierten System der Lohnfindung abgelöst.<sup>558</sup>

Das neue System führte zu deutlich niedrigeren Lohnabschlüssen und trug dadurch wesentlich zu einer Verringerung der Inflation in Italien bei. Andererseits ist aus ordnungspolitischer Sicht der Eingriff in die Tarifautonomie zu kritisieren. Wenn die in den Geltungsjahren des Abkommens realisierten Preisteigerungsraten nicht mit der Inflationsvorgabe der Regierung übereinstimmt, kann es zu sozialen Konflikten kommen. Liegt die Inflationsrate unterhalb der Vorgabe der Regierung, übersteigt der Reallohn das von den Arbeitgebern erwartete Niveau und verringert die Unternehmensgewinne. Im umgekehrten Fall erreichen die Gewerkschaften nicht den von ihnen erwarteten Reallohn und stellen Nachforderungen. So stieg 1996 die Zahl der durch Streiks verlorenen Arbeitsstunden stark an, da die Gewerkschaften bei den Neuverhandlungen eine Kompensation für die in den Vorjahren erlittenen Reallohnverluste verlangten.<sup>559</sup>

Durch die dem ERM-Austritt folgende Abwertung der Lira wurde der Wettbewerbsverlust seit 1987 überkompensiert, so daß 1993 in der Leistungsbilanz wieder ein Überschuß erzielt werden konnte. Die stark steigenden Exporte bewirkten in Italien eine Sonderkonjunktur, so daß insbesondere Frankreich Italien eine *beggar-thy-neighbor*-Politik vorwarf.<sup>560</sup>

Nach der Suspendierung der Teilnahme am ERM nutzte die Banca d'Italia im Gegensatz zur Bank of England ihre neue Freiheit nicht zu massiven Zinssenkungen, obwohl die Rezession dies nach Meinung vieler erfordert hätte, sondern führte das Zinsniveau in sehr kleinen Schritten herab. Ziel war es, den Eindruck einer erneut akkommodierenden Geldpolitik und das Aufkommen hoher Inflationserwartungen zu vermeiden, um die bisher gewonnene Glaubwürdigkeit nicht zu gefährden und das erneute Auftreten einer Abwertungs-Inflations-Spirale zu verhindern.<sup>561</sup>

Aufgrund der Aufhebung der Wechselkursbindung mußte es auch zu Änderungen der geldpolitischen Konzeption kommen.<sup>562</sup> Neben der weiterhin beachteten Entwicklung des DM-Lira-Wechselkurses gewannen Elemente der Strategie eines direkten Inflationsziels an Bedeutung.<sup>563</sup> Dieses wurde der Banca d'Italia von der Regierung im

<sup>557</sup>Vgl. BIZ (1995b), S. 97.

<sup>558</sup>Vgl. BIEB (October 1993), S. 26 und Padoa-Schioppa (1997), S. 111.

<sup>559</sup>Vgl. Banca d'Italia (1997), S. 52f.

<sup>560</sup>Um eine Fortsetzung der competitive-devaluation-Strategie Italiens zu vermeiden, forderte Frankreich daher massiv, daß Italien zu den Gründungsmitgliedern der EWU gehören sollte.

<sup>561</sup>Vgl. Banca d'Italia (1994), S. 81 und Lück (1998), S. 304f.

<sup>562</sup>Vgl. Passacantando (1996), S. 113-115.

<sup>563</sup>Inflationsziele gab es in Italien seit Beginn der achtziger Jahre, jedoch gewannen sie erst mit der Lockerung des Wechselkursziels 1992 eine bedeutende geldpolitische Rolle.

Rahmen eines Drei-Jahres-Plans vorgegeben. Da das Inflationsziel gleichzeitig die Grundlage der neugestalteten Lohnverhandlungen bildete, wählte die Regierung zu meist sehr ehrgeizige Zielwerte. Außerdem bestand der Wunsch, die Inflationsrate sehr schnell in Richtung der preisstabilsten europäischen Länder abzusenken, um eine Wechselkursstabilisierung und einen Wiedereintritt ins ERM erreichen und den Konvergenzanforderungen des Maastrichter Vertrags entsprechen zu können.<sup>564</sup>

Zusätzlich kehrte die Banca d'Italia zwischenzeitlich zu einer etwas stärkeren Gewichtung der Rolle der Geldmengensteuerung anhand des Aggregats M2 zurück.<sup>565</sup> Seit einer erneuten Neudefinition 1995 wurde jedoch nur noch eine konstante jährliche Wachstumsrate von 5% angestrebt, die eher als Referenzwert denn als strenges Zwischenziel zu verstehen war. Des weiteren orientierte sich die Banca d'Italia zeitweise verstärkt an Kreditaggregaten und gab über den Weg der moral suasion erneut Höchstgrenzen des Kreditwachstums vor, um den Finanzakteuren ein deutliches Signal der geldpolitischen Ausrichtung zu geben, ohne auf zu drastische Zinserhöhungen zurückgreifen zu müssen.<sup>566</sup>

Tatsächlich gelang es Mitte 1995, den Abwertungstrend der Lira zu beenden und eine Umkehr einzuleiten. Die im Vergleich zu anderen europäischen Ländern konstant restriktive Geldpolitik führte zu positiven Zinsdifferenzen, so daß ein Kapitalbilanzüberschuß erzielt werden konnte. Gefördert wurde diese Entwicklung noch von Kapitalanlagen in Italien im Zuge der Spekulation um eine frühzeitige Teilnahme Italiens an der Währungsunion (convergence trading). Handelsbilanzüberschüsse erzeugten zusätzlich einen Nachfrageüberschuß nach Lire, so daß der effektive nominale Wechselkurs 1996 um über 9% gegenüber Ende 1995 aufwertete. Gleichzeitig konnte die Banca d'Italia die langfristige Zinsdifferenz von 4,8%-Punkten auf 2,3%-Punkte bis Oktober 1996 absinken lassen,<sup>567</sup> ohne daß der Lira-Wechselkurs wieder nachgab. Auch hierbei halfen die hohen Kapitalbilanzüberschüsse.<sup>568</sup>

Diese Stärke der Lira und die durch den Maastricht-Vertrag gesetzte Frist für die Rückkehr ins ERM überzeugte die italienischen Behörden im Dezember 1996, den Wiedereintritt der Lira mit einer Parität von 1,01 D-Mark in den Wechselkursmechanismus des EWS zu vollziehen. Seither mußte die Banca d'Italia zwei Ziele gleichzeitig verfolgen, so daß es zu Zielkonflikten kommen konnte. Einerseits war sie verpflichtet, mit ihrer Geldpolitik zur Erfüllung des Inflationsziels der Regierung beizutragen, andererseits mußte sie die Lira in ihrer Wechselkursbandbreite halten. Wäre die Lira etwa im Zuge von Spekulationen über eine frühzeitige Teilnahme Italiens an der Währungsunion unter Aufwertungsdruck gekommen, so hätte die Gefahr bestanden, daß die zur Abwehr der Devisenspekulationen notwendigen Zinssenkungen in Widerspruch zu den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen gestanden und die Erreichung des Inflationsziels gefährdet hätten.

<sup>564</sup> Vgl. BIEB (Oktober 1996a), S. 48.

<sup>565</sup> Siehe Tabelle F.12.

<sup>566</sup> Vgl. BIEB (Oktober 1992c), S. 70 und Banca d'Italia (1993), S. 81.

<sup>567</sup> Bis Juli 1997 sank sie auf nur noch 1,15%-Punkte, vgl. FAZ vom 04.07.1997, Nr. 152, S. 26.

<sup>568</sup> Vgl. Fischer, H.-J. (1997b), S. 12.

Nachdem im Vertrag von Maastricht aus italienischer Sicht relativ strenge fiskalpolitische Konvergenzkriterien festgelegt worden waren, kam es auch in der Haushaltspolitik allmählich zu einem Wandel. Von der Politik der großzügigen Verschuldung ging man zu einer Begrenzung der Budgetdefizite über.<sup>569</sup> Reformen im Gesundheitswesen, im Sozialversicherungssystem, bei der öffentlichen Beschäftigung und im Finanzwesen der unteren föderalen Ebene<sup>570</sup> sollten den expansiven Trend der öffentlichen Ausgaben brechen.<sup>571</sup> Ein weiterer sehr wichtiger Schritt in diese Richtung sollte die Reform des Pensionssystems sein, die jedoch bis heute aufgrund des Widerstands der Altkommunisten nicht vollzogen wurde.<sup>572</sup>

1992 gelang es zum ersten Mal, einen Primärüberschuß im Staatshaushalt zu erzielen.<sup>573</sup> Ein weiteres Zeichen für den wachsenden Erfolg der italienischen Politik war, daß im Frühjahr 1997 die italienische Inflationsrate zum ersten Mal seit Jahrzehnten unter der deutschen Preissteigerungsrate lag. Aufgrund der hohen Zinslasten blieb das gesamte Haushaltsdefizit bis 1996 aber deutlich über den geforderten 3% des BIP. Deswegen drängte die Regierung den Notenbankgouverneur, die Leitzinsen zu senken, um über sinkende Zinszahlungen den Haushalt weiter zu entlasten.<sup>574</sup> Tatsächlich unterstützte der Rückgang des Zinsniveaus in Italien die Haushaltskonsolidierung sehr deutlich. So entlasteten geringere Zinszahlungen den Staatshaushalt 1998 um 28 Billionen Lire.<sup>575</sup>

Besonderes Kennzeichen der italienischen Geldpolitik nach der Suspendierung der Teilnahme am Wechselkursmechanismus des EWS war die Beibehaltung einer strikt stabilitätsorientierten Politik. Bedingt durch den in Italien sehr stark ausgeprägten Wunsch einer Teilnahme an der EWU nutzte man in Italien im Gegensatz zu Großbritannien nicht die neugewonnene Freiheit zum Übergang auf eine kurzfristig wachstumsorientierten Politik der Zinssenkungen. Stattdessen versuchte man, die Inflationsraten niedrig zu halten und den Wechselkurs der Lira zu stabilisieren, um möglichst rasch ins ERM zurückkehren zu können. Dieses Ziel erreichte man dann 1996, und Italien konnte 1998 in den Kreis der Gründungsmitglieder der EWU berufen werden.

## 7. Fazit

Betrachtet man die italienische Geld- und Währungsgeschichte seit 1861 in ihrer Gesamtheit, so läßt sich feststellen, daß die Banca d'Italia die ihr bei der Gründung vorgegebenen Ziele – Stabilität des Finanzsystems und Werterhaltung der Lira – nur

<sup>569</sup>Vgl. Fischer, H.-J. (1997a), S. 1.

<sup>570</sup>In den neunziger Jahren begann man, die Zuweisungen zu reduzieren und den Regionen eine eigene Einnahmenhoheit zu geben. Durch diese Erzeugung fiskalischer Äquivalenz sollte die Ausgabenneigung der Regionen verringert werden. Vgl. Banca d'Italia (1996a), S. 77.

<sup>571</sup>Vgl. Volz (1996), S. 779-781.

<sup>572</sup>Vgl. Fazio (1995), S. 85.

<sup>573</sup>Vgl. BIEB (Oktober 1996c), S. 73, Tabelle 2 und Kusch (1997), S. 8.

<sup>574</sup>Vgl. Blitz (1997b), S. 19f. Nach längerem Widerstand gab Fazio am 27. Juni 1997 nach und senkte die Schlüsselzinssätze um einen halben Prozentpunkt. Vgl. Handelsblatt vom 16.06.1997, Nr. 112, S. 35 und Dunkel (1997), S. 130f.

<sup>575</sup>Vgl. FAZ vom 30.06.1997, Nr. 148, S. 15.

sehr selten frei verfolgen konnte. Stattdessen waren über lange Zeitspannen die Einschränkungen, die die Geldpolitik von den institutionellen und strukturellen Gegebenheiten des Landes, insbesondere der politischen Instabilität,<sup>576</sup> der Fiskalpolitik, dem Verhalten der Tarifpartner und der Struktur des Finanzsystems erfuhr, so groß, daß zumindest das zweite Ziel nur in eng begrenzten Perioden erreicht wurde. So wurde z.B. die hohe Ausgabenneigung der Exekutive aufgrund der mangelhaften Entwicklung der Finanzmärkte, der hohen Liquiditätspräferenz der Anleger und der Abhängigkeit der Zentralbank bevorzugt monetär über direkte und indirekte Notenbankkredite gedeckt. Die dadurch bedingten hohen Geldmengenzuwächse führten zu entsprechend hohen Inflationsraten und Abwertungen der Lira. Diese wurde deshalb für Jahrzehnte zum Inbegriff einer Weichwährung.

In den achtziger Jahren verhinderten die angehäuften Staatsschulden über die entstehenden Zinslasten außerdem einen ähnlich radikalen konzeptionellen Wandel der Geldpolitik wie in Frankreich. Stattdessen wurde seit 1981 ein gradueller Übergang auf das Geldwertstabilitätsziel vollzogen. Der die Geldpolitik beschränkende Einfluß der Fiskalpolitik wurde, beginnend mit der „Scheidung“, durch eine schrittweise Stärkung der Unabhängigkeit der Banca d'Italia in zunehmendem Maße verringert. Zum außenwirtschaftlichen Instrument der neuen Stabilisierungspolitik wurde das EWS. Durch den wachsenden Verzicht auf eine weiterhin akkommodierende Wechselkurspolitik wurde die Fixierung des Lira-Kurses zum Disziplinierungsinstrument für das Lohn- und Preisverhalten der im internationalen Wettbewerb stehenden Branchen. Kennzeichnend für den Erfolg dieser Politik war 1992 die Beendigung der Lohnindexierung.<sup>577</sup>

Die allmähliche Entwicklung der Finanzmärkte ermöglichte zudem den Übergang zu einer indirekten, zinsorientierten Geldpolitik, bei der offenmarktpolitische Instrumente zunehmend in den Vordergrund traten. Insofern glich sich auch das Instrumentarium der italienischen Geldpolitik demjenigen der Partnerstaaten an. Dennoch gelten die italienischen Finanzmärkte, insbesondere für nichtstaatliche Wertpapiere, immer noch als unterentwickelt. Eine auf Dauer reibungsfreie Umsetzung der EZB-Beschlüsse erfordert deshalb insbesondere eine weitere Stärkung des kurzfristigen Interbankenmarkts. Um die Abhängigkeit der Banken von Sicht- und Termineinlagen des Publikums zu verringern, wäre zudem ein Ausbau der Märkte für Bankobligationen und Pfandbriefe anzustreben.

Die neue Stabilitätsorientierung der italienischen Geldpolitik wurde nach dem Austritt aus dem ERM deutlich. Das Geldwertstabilitätsziel und eine Rückkehr in den Wechselkursmechanismus blieben zentrales Ziel der Banca d'Italia, so daß das italienische Realzinsniveau in diesen Jahren zu den höchsten in Europa gehörte. Begünstigt durch

<sup>576</sup>So bedingte bereits die geringe durchschnittliche Amtszeit der Regierungen (in der Nachkriegszeit gab es in Italien bereits 55 Regierungen, die durchschnittliche Amtszeit beträgt damit etwa ein Jahr, vgl. Piller (1999), S. 31) eine extreme Kurzfristorientierung der Politik.

<sup>577</sup>Besonderes Augenmerk legt die Banca d'Italia dagegen bis heute auf das Lohnverhalten im öffentlichen Sektor und in Dienstleistungsbranchen, das aufgrund der fehlenden internationalen Konkurrenz oftmals noch zu expansiv ist.

die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen, die Verringerung der aktuellen und der erwarteten Inflation und einer Stabilisierung der Wechselkursentwicklung vor dem Hintergrund eines wachsenden Zahlungsbilanzüberschusses gelang Ende November 1996 der Wiedereintritt der Lira ins ERM.<sup>578</sup> Dies stellte einen entscheidenden Schritt zur Gründungsteilnahme Italiens an der Währungsunion dar.

Finanzpolitisch erreichte man 1997 tatsächlich das angestrebte Ziel eines Budgetdefizits von nur drei Prozent. Neben gewissen Maßnahmen der kreativen Buchführung und einmaligen Steuererhebungen<sup>579</sup> stimmt aber das extrem hohe Maß an zurückgestauten Ausgaben („residui passivi“) bedenklich. Dabei handelt es sich um gesetzlich vorgeschriebene Ausgaben des Staates, die aber erst in Folgejahren ausgabewirksam werden. Innerhalb eines Jahres stiegen diese von 70 Billionen Lire Ende 1996 auf 180 Billionen Lire Ende 1997.<sup>580</sup> Dies zeigt zum einen auf, daß die italienische Fiskalpolitik nicht ausreichend strukturell reformiert wurde. Vielmehr entsteht der Eindruck, daß Finanzminister Ciampi im wesentlichen nur eine Verbesserung des Kassenmanagements der öffentlichen Stellen gelungen ist. Auch eine nennenswerte Reduktion der Schuldenquote von 120% gelang erst 1997, obwohl die italienischen Regierungen seit Abschluß des Maastrichter Vertrags wußten, daß sie ihren Schuldenstand bis 1995 beziehungsweise 1997 deutlich in Richtung des Referenzwertes von 60% hätten absenken müssen. So verringerte sich der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP im Zeitraum von 1993-1995 gerade um 0,1 Prozentpunkte. Erst im entscheidenden Jahr 1997 wurde eine spürbare Absenkung um 2,4 Prozentpunkte erzielt.<sup>581</sup>

Auf diese unzureichende strukturelle Sanierung der italienischen Staatsfinanzen begründet sich die Befürchtung, daß die italienische Finanzpolitik nach Erreichen des Ziels Währungsunion zu alten Untugenden zurückkehren wird.<sup>582</sup> Ohne den äußeren Zwang der Maastrichter Konvergenzkriterien scheint die Konsolidierungsbereitschaft in der italienischen Gesellschaft nicht ausreichend zu sein. Verdeutlicht wurde dies durch Äußerungen verschiedener Stellen, nachdem Finanzminister Ciampi seinen dreijährige Finanzplanung im April 1998 vorgelegt hatte. So meinte der damalige Ministerpräsident Prodi, daß mit der Budgetvorlage „...die Jahre der drastischen Ausgabenbesenkungen und der massiven Einnahmenerhöhungen als abgeschlossen gelten...“.<sup>583</sup> Die mißlungene Reform des Rentensystems in Italien läßt diese Befürchtungen zusätzlich wachsen. Auch hier zeigte sich der italienische Staat unfähig, schmerzhaft, aber notwendige Reformen umzusetzen. So belaufen sich die jährlichen Rentenzahlungen in Italien trotz mehrerer Reformstufen in den letzten Jahren auf immer noch etwa 15% des BIP. Sie liegen damit um drei Prozentpunkte über dem EU-Durchschnitt. Die Gesamtverschuldung der Rentenversicherung beträgt 180 Billionen Lire.<sup>584</sup>

<sup>578</sup> Vgl. Banca d'Italia (1997), S. 77-79.

<sup>579</sup> Vgl. BIEB (February 1998a), S. 40f., Deutsche Bundesbank (1998a), S. 14f. und The Daily Telegraph vom 28.03.1998, S. 13f.

<sup>580</sup> Vgl. FAZ vom 27.10.1997, Nr. 249, S. 19 und Nederlandsche Bank (1998), S. 22.

<sup>581</sup> Vgl. Münster (1998), S. 11.

<sup>582</sup> Vgl. z.B. BIEB (February 1997), S. 69 oder Förterer (1998), S. 14.

<sup>583</sup> Zitiert nach Handelsblatt vom 15.04.1998, Nr. 72, S. 8.

<sup>584</sup> Vgl. OECD (1999), S. 61-63 und Handelsblatt vom 02.12.1998, Nr. 233, S. 5.

Die Deutsche Bundesbank urteilte daher, daß der Schuldenstand „im Falle Belgiens und Italiens ernsthafte Besorgnisse“ wecke, und daß zur Reduzierung des Schuldenstands „zusätzliche substantielle Verpflichtungen verbindlich eingegangen werden“<sup>585</sup> müßten. Allerdings blieb offen, in welcher Form solche Verpflichtungen eingegangen werden könnten, und insbesondere, welche Sanktionsmaßnahmen im Mißerfolgsfall einen glaubwürdigen Anreiz zur Einhaltung der Verpflichtung darstellen könnten. Die EU-Kommission beklagte im Januar 1999 die bereits wieder abnehmende Haushaltsdisziplin Italiens. Die Entwicklung des Haushalts seit Mai 1998 deute darauf hin, daß Italien die beim Beitritt zur EWU gemachten Versprechen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht einhalten können werde.<sup>586</sup>

Die Ausrichtung der Geldpolitik wurde in Italien in noch viel stärkerem Maße als in anderen Ländern von der Einzelperson des Zentralbankgouverneurs bestimmt. So wurde die streng geldwertorientierte Politik nach dem ERM-Austritt im wesentlichen dem Gouverneur der Banca d'Italia, Fazio, und dem allgemein akzeptierten Ziel einer EWU-Gründungsteilnahme zugeschrieben. Daraus auf einen inzwischen erreichten gesamtgesellschaftlichen Konsens für das Geldwertstabilitätsziel in Italien zu schließen, erscheint daher als eine Schlußfolgerung, die in der Zukunft noch einer Bestätigung bedarf. Ähnlich wie in Frankreich tauchen auch in Italien immer wieder Forderungen auf, über eine Lockerung der Geld- und Währungspolitik eine Stimulierung des Wachstums und der Beschäftigung sowie eine Reduzierung der Zinslasten des Staates herbeizuführen.<sup>587</sup> Somit gewinnt man nach der Untersuchung der italienischen Geldpolitik den Eindruck, daß das Geldwertstabilitätsziel seit den achtziger Jahren an Bedeutung gewonnen hat, daß es aber in Italien noch nicht die gleiche nachhaltige Unterstützung in der Gesellschaft findet wie in den Niederlanden, Österreich oder Deutschland.

Tabelle F.13: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Italiens seit 1955

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>Budget- defizit</b>	<b>Leistungs- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1955	3,3	6,7		
1956	4,0	4,7		
1957	2,0	5,3		
1958	2,4	4,8	-1,3	2,0
1959	-0,3	6,5	-1,5	2,5
1960	3,7	11,7	-0,8	0,7
1961	2,8	8,2	-0,7	1,1
1962	5,8	6,2	-0,9	0,6
1963	8,5	5,6	-1,0	-1,3
1964	6,5	2,8	-0,7	1,0

<sup>585</sup>Beide Zitate aus Deutsche Bundesbank (1998a), S. 20.

<sup>586</sup>Vgl. FAZ vom 05.02.1999, Nr. 30, S. 15.

<sup>587</sup>Vgl. Häring (1998), S. 9 und Knees-Bastaroli (1998), S. 16f.



Tabelle F.13: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Italiens seit 1955 (Fortsetzung)

<b>Jahr</b>	<b>GDP- Deflator</b>	<b>Reales BIP</b>	<b>Budget- defizit</b>	<b>Leistungs- bilanz</b>
	jährliches Wachstum in Prozent		in Prozent des GDP	
1965	4,2	3,3	-3,6	3,4
1966	2,2	6,0	-3,6	3,0
1967	2,8	7,2	-2,0	2,1
1968	1,7	6,5	-2,6	3,1
1969	4,1	6,1	-2,9	2,5
1970	14,2	5,3	-3,3	0,8
1971	6,6	1,9	-4,8	1,4
1972	6,2	2,9	-7,0	1,5
1973	13,8	6,5	-6,5	-1,7
1974	20,7	4,7	-6,4	-4,4
1975	15,9	-2,1	-10,6	-0,3
1976	18,4	6,5	-8,1	-1,3
1977	19,2	2,9	-7,1	1,0
1978	14,0	3,7	-8,6	2,1
1979	15,6	5,7	-8,4	1,6
1980	20,9	3,5	-8,6	-2,4
1981	19,3	0,5	-11,5	-2,4
1982	16,9	0,5	-11,4	-1,8
1983	14,5	1,2	-10,7	0,2
1984	11,6	2,6	-11,7	-0,8
1985	9,0	2,8	-12,6	-1,0
1986	7,8	2,8	-11,7	0,4
1987	6,1	3,1	-11,0	-0,3
1988	6,8	3,9	-10,7	-0,8
1989	6,3	2,9	-9,8	-1,5
1990	7,6	2,2	-11,1	-1,6
1991	7,7	1,1	-10,1	-2,1
1992	4,7	0,6	-9,6	-2,4
1993	4,4	-1,2	-10,0	1,0
1994	3,5	2,2	-9,6	1,4
1995	5,0	2,9	-7,7	2,4
1996	5,1	0,7	-6,7	3,4
1997	2,6	1,5	-2,7	3,1
1998	2,2	2,4	-2,5	3,1

Quelle: IWF, International Financial Statistics, Yearbook (div. Jg.);  
Europäische Wirtschaft, Jahrbuch (div. Jg.)

## **V. Vergleich der geld- und währungspolitischen Geschichte Großbritanniens, Frankreichs und Italiens zur Beurteilung der Konvergenz der Stabilitätskulturen**

### **1. Der Wandel der geldpolitischen Konzeptionen in Großbritannien, Frankreich und Italien im Querschnittsvergleich**

Vergleicht man die monetäre Geschichte der drei Staaten seit dem Goldstandard, so fallen viele Unterschiede, aber auch zahlreiche Gemeinsamkeiten auf. Großbritannien war bis zum Ersten Weltkrieg aufgrund seiner militärischen, politischen und ökonomischen Vormachtstellung als größte Kolonialmacht, als Vorreiter der industriellen Revolution und mit London als dem globalen Finanzzentrum das Leitwährungsland im Währungssystem des Goldstandards. Aufgrund dieser Stellung erhielt die britische Geldpolitik eine solche Stärke, daß aus heutiger Sicht bereits relativ kleine geldpolitische Schritte ausreichten, um das Preisniveau und die Wechselkursrelationen in nahezu der gesamten industrialisierten Welt zu stabilisieren.

Frankreich stand in der zweiten Reihe der Goldstandardnationen. Die Größe der französischen Finanzmärkte und die Höhe der Währungsreserven ermöglichten Frankreich einen begrenzten geldpolitischen Spielraum. Insgesamt war die französische Geldpolitik in dieser Periode sehr stabilitätsorientiert und stetig.

Deutliche Unterschiede hierzu wies die italienische Geldpolitik dieser Zeit auf. Bedingt durch die späte politische Einigung des Landes, den damit verbundenen hohen Staatsausgaben und die Konkurrenzsituation sechs emissionsberechtigter Notenbanken war die Geldmengenentwicklung sehr expansiv und die geldpolitische Kontrolle gering. Folgerichtig kam es zu mehreren Finanzkrisen und hohen Inflationsraten, so daß Italien die Teilnahme der Lira am Goldstandard suspendieren mußte. Erst 1897 gelang eine Stabilisierung, ohne daß die Lira offiziell dem Goldstandard wieder beitrug.

Der Erste Weltkrieg beendete die Phase des klassischen stabilen Goldstandards. Großbritannien kehrte gemäß der *restauration rule* mit der alten Goldparität in den neuen Gold-Devisen-Standard zurück und versuchte, die Leitwährungsrolle des Pfundes gegenüber dem Dollar durch eine sehr restriktive Deflationspolitik zu verteidigen. Wesentlicher institutioneller Grund für diesen Schritt war die politische Vormacht der Kapitalbesitzer, die durch eine Abwertung des Pfundes und eine Entschuldung des Staates über eine inflationsgeneigte Geldpolitik hohe Verluste erlitten hätten.

In Frankreich stellte sich das politische Umfeld nach dem Krieg unterschiedlich dar. Die hohe politische Bedeutung der kommunistischen Partei, die neugewonnene Macht der Gewerkschaften und die hohe kurzfristige Verschuldung des Staates führten zu harten Verteilungskämpfen in der Gesellschaft und zu einer stark expansiven Geldpolitik im Zuge einer monetären Finanzierung der Haushaltsausgaben. Eine endgültige Stabilisierung gelang erst 1926 durch Poincaré. Der Umschwung war so deutlich, daß sich der Franc in den Folgejahren zur Leitwährung des Goldblocks aufschwang, als das Pfund seine Goldbindung bereits gelöst hatte.

Ähnlich wie in Frankreich gelang in Italien erst Mitte der zwanziger Jahre die monetäre Stabilisierung. Im Gegensatz zum Nachbarland lag die Ursache hierfür neben dem Geldmengenüberhang aufgrund der monetären Finanzierung der Kriegslasten weniger in Verteilungskämpfen als in einem langsamen Anstieg der Güterproduktion in dem damals noch sehr landwirtschaftlich geprägten Staat. Ende 1927 wurde die Konvertibilität der Lira wiederhergestellt, und sie konnte in den Gold-Devisen-Standard zurückkehren. Im Gegensatz zum Franc war die Lira von Anfang an überbewertet, so daß sich die wirtschaftliche Situation des Landes rasch verschlechterte. Trotzdem blieb die Lira ähnlich wie der Franc bis kurz vor Ausbruch des Zweiten Weltkrieges im Goldblock.

Der Zweite Weltkrieg verschlechterte in allen drei Ländern aufgrund seiner hohen Kosten und der Zerstörung realer Werte die monetären Rahmenbedingungen, wobei die Situation Großbritanniens wesentlich besser war als die Frankreichs und Italiens. Italien gelang 1947, Frankreich wiederum durch massive Verteilungskämpfe etwas verspätet 1948 eine gewisse Stabilisierung. 1958 führten alle drei Staaten im Rahmen des Währungssystems von Bretton Woods die Konvertibilität ihrer Währungen wieder ein. Die Ähnlichkeiten in den geldpolitischen Konzeptionen der drei Länder waren in den folgenden drei Jahrzehnten am größten.

Die Geldpolitik wurde in die keynesianisch orientierte Wirtschaftspolitik des demand managements eingegliedert und mußte vor allem über die Gewährleistung niedriger Zinsen das Investitionsniveau anheben. In Folge der zu expansiven Wirtschaftspolitik wurde dabei periodisch gegen die außenwirtschaftliche Restriktion des Systems fester Wechselkurse verstoßen, und es kam regelmäßig zu Zahlungsbilanzkrisen und Abwertungen des Pfundes, des Francs und der Lira. Im Ergebnis entwickelte sich der charakteristische Stop-and-Go-Verlauf einer zu expansiven Wirtschaftspolitik in einem Festkurssystem.

Zusätzlich wuchs in allen drei Volkswirtschaften die Bedeutung direkter geldpolitischer Instrumente. Da offenmarktpolitische Instrumente aufgrund des Fehlens entwickelter Finanzmärkte nicht anwendbar waren und der Zins für das Ziel der Investitionsförderung und partiell für die Steuerung des Wechselkurses gebunden war, verblieben Kreditgrenzen (ceilings, SSDS, encadrement du crédit, maximale) und Kapitalverkehrskontrollen als einzige wirkungsvolle geldpolitische Alternative. Doch die mit diesen Instrumenten verbundenen Wettbewerbsverzerrungen, allokativen Effizienzverluste, ihre wachsende Komplexität und ihre zunehmende Umgehung durch Finanzinnovationen ließen im Laufe der Zeit die Nachteile überwiegen.

Deshalb versuchte man in Frankreich in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre und in Großbritannien Anfang der siebziger Jahre (new approach) den Übergang zu einer zinsorientierten Geldpolitik der indirekten Steuerung über die Finanzmärkte. Doch beide Ansätze scheiterten an unzureichenden institutionellen Reformen, einer mangelhaften instrumentellen Ausstattung der Notenbanken und den wirtschaftspolitischen Begleitumständen der ersten Ölkrise. Erst in den Jahren 1980 bis 1986 sollte in den

drei Ländern der Wechsel der geldpolitischen Konzeption gelingen, wobei Großbritannien einen anderen Weg als Frankreich und Italien wählte.

Mit der Wahl Margaret Thatchers wurde in Großbritannien der Grundstein für den Übergang zu einer stark monetaristisch geprägten, geldmengenorientierten Geldpolitik der indirekten Zinssteuerung über die Finanzmärkte gelegt. Die Geldpolitik wurde zum dominanten Instrument der Wirtschaftspolitik. Die Fiskalpolitik wurde für geldpolitische Zwecke instrumentalisiert, indem der Budgetsaldo zur Steuerung der Geldmenge sterling M3 verwendet wurde. Doch gravierende Umbrüche bei den institutionellen Rahmenbedingungen, insbesondere bei den Finanzmarktstrukturen und beim Geldnachfrageverhalten, eine teilweise inkonsequente Wirtschaftspolitik und zahlreiche Zielverfehlungen führten zu einem Glaubwürdigkeitsverlust und zur Undurchführbarkeit dieser geldpolitischen Konzeption. Nach und nach setzte sich der Wechselkurs als alternatives Zwischenziel zu Geldmengenaggregaten durch, eine Entwicklung, die 1990 in den Beitritt des Pfundes zum ERM mündete.

Frankreich und Italien hingegen waren Gründungsmitglieder des EWS. Jedoch sahen beide Staaten ihre wechsellkurspolitischen Verpflichtungen in den Anfangsjahren als nicht besonders bindend an, so daß ihre Währungen aufgrund des Inflationsvorsprungs real aufwerteten und periodische Leitkursanpassungen notwendig wurden.

In Frankreich entschloß man sich 1983 aufgrund der wachsenden Mißerfolge zu einem radikalen Wechsel der geldpolitischen Konzeption. Statt der Erreichung kurzfristiger Wachstumsziele wurde das Geldwertstabilitätsziel in den Mittelpunkt gestellt. Der D-Mark-Wechselkurs des Franc wurde neben Geldmengenaggregaten zum Zwischenziel erhoben. Die direkten Instrumente der Kreditgrenzen und der Kapitalverkehrskontrollen wurden in einem allmählichen Umbruch, der von entsprechende Reformen der Finanzmärkte begleitet wurde, durch indirekte Instrumente der Zinssteuerung, vor allem durch die Offenmarktpolitik, ersetzt. Der Erfolg des Wandels wurde spätestens Anfang der neunziger Jahre offensichtlich, als die französische Inflationsrate und das französische Zinsniveau erstmals seit langer Zeit unterhalb der deutschen Vergleichswerte lag.

In Italien erforderte die geldpolitische Umorientierung zuerst eine Befreiung der Geldpolitik von den Restriktionen, die ihr von der Fiskalpolitik auferlegt wurden. Erster Schritt in diese Richtung war 1981 die „Scheidung“. Aufgrund der damit verbundenen geringeren monetären Finanzierung der Budgetdefizite, ein Effekt der durch den Ausbau der Finanzmärkte und die Entwicklung neuer, attraktiver Finanzprodukte unterstützt wurde, gelang es der Banca d'Italia im Laufe der Jahre zunehmend, das Geldwertstabilitätsziel in den Mittelpunkt ihrer Politik zu stellen, die italienischen Inflationsraten dem europäischen Durchschnitt anzunähern und die Stellung der Lira im ERM zu festigen. Diese Entwicklung mündete 1990 im Übergang der Lira in das enge Wechselkursband des ERM.

Eine große Zäsur stellten die EWS-Krisen 1992/93 für Frankreich und insbesondere für Großbritannien und Italien dar. Der Austritt aus dem in weiten Kreisen in Großbri-

tannien unbeliebten ERM wurde von der britischen Regierung zum Wechsel zu einer stark binnenwirtschaftlich orientierten geldpolitischen Konzeption genutzt. Der Wechselkurs stellt seither nur noch eine von zahlreichen Größen in einem Multi-Indikatoren-Konzept dar. Anhand der Entwicklung der Indikatoren schätzt die Bank of England die zukünftige Inflationsentwicklung ab und entscheidet im Zuge ihrer neu gewonnenen operativen Unabhängigkeit, ob zur Erreichung des ihr von der Regierung vorgegebenen Inflationsziels geldpolitische Schritte notwendig sind. Hauptinstrument der zinsorientierten Politik sind dabei weiterhin Eingriffe in den Wechselmarkt, zunehmendes Gewicht nehmen aber Wertpapierpensionsgeschäfte ein.

Einen Tag nach Großbritannien mußte auch die Lira das ERM verlassen. Hier blieb aber im Gegensatz zu Großbritannien das Ziel bestehen, möglichst schnell in den Wechselkursmechanismus zurückzukehren. Daher blieb die geldpolitische Konzeption mit der Ausrichtung auf das Geldwertstabilitätsziel, dem Wechselkurs als Zwischenziel und der Betonung offenmarktpolitischer Instrumente in ihrem Wesensgehalt erhalten. Das Inflationsziel der Regierung diente weniger als monetäre Steuerungsgröße, sondern vor allem der Beeinflussung der Inflationserwartungen. Wichtigste Neuerung der letzten Jahre ist die im Zuge der europäischen Währungsintegration wachsende rechtliche Unabhängigkeit der Banca d'Italia. Tatsächlich konnte die Lira Ende 1996 in das ERM zurückkehren, und im Frühjahr 1997 erreichte man zum ersten Mal niedrigere Inflationsraten als Deutschland.

Frankreich gelang es mit Hilfe der Unterstützung der Bundesbank und einer Erweiterung der Bandbreiten im ERM, den Franc im Wechselkursmechanismus zu halten. Die Lehren aus den EWS-Krisen, die Erfordernisse des Übergangs auf eine einheitliche europäische Währung und eine höhere Unabhängigkeit der Banque de France schienen in Frankreich die Bereitschaft erhöht zu haben, auf wachstumspolitisch motivierte Zinssenkung im Alleingang zu verzichten.

Tabelle F.14: Geldpolitische Konzeptionen vor Gründung der EWU

	<b>Frankreich</b>	<b>Großbritannien</b>	<b>Italien</b>
<b>Ziel</b>	Geldwertstabilität	direktes Inflationsziel	Geldwertstabilität
<b>Zwischenziel</b>	Wechselkurs M3	Mehrindikatoren-Konzept	Wechselkurs M2 und TDC
<b>Hauptinstrumente</b>	Offenmarktpolitik in Form von Wertpapierpensionsgeschäften	Offenmarktpolitik in Form von Outrightgeschäften	diskretionäre Offenmarktpolitik Mindestreserve

In Anlehnung an: Uctum (1992), S. 24.

Betrachtet man zur Überprüfung der geldpolitischen Konvergenz noch einmal die geldpolitischen Konzeptionen der drei Staaten direkt vor dem Übergang zur EWU (siehe Tabelle F.14), so fällt auf, daß bei allen drei Notenbanken in den neunziger Jah-

ren die Geldwertstabilität offiziell zum Ziel ihrer Politik geworden war. Dagegen unterschieden sich die angewendeten Zwischenziele. Während in Frankreich und Italien der Wechselkurs aufgrund der Wechselkursbindung im EWS das dominierende Zwischenziel darstellte und Geldmengen- und Kreditaggregate im wesentlichen Signalcharakter hatten, verfolgt Großbritannien, das nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnahm, bis heute innerhalb eines Mehrindikatoren-Konzepts ein direktes Inflationsziel ohne Zwischenziel. Auch die geldpolitischen Instrumentarien der Notenbanken waren noch uneinheitlich, da in den Transmissionswegen Unterschiede in den geldpolitischen Rahmenbedingungen und den Finanzstrukturen beachtet werden mußten.<sup>588</sup>

Zusammenfassend stellt man fest, daß in allen drei Ländern nach dem Zweiten Weltkrieg ein Wandel von der kurzfristigen Wachstumsorientierung der Geldpolitik hin zu einer verstärkten Stabilitätsorientierung stattgefunden hat. Somit läßt sich eine gewisse Konvergenz der geldpolitischen Zielvorstellungen in Europa feststellen. Begleitet wurde dieser Wandel von einem Übergang von direkten Instrumenten zu indirekten Instrumenten der Zinssteuerung in der Geldpolitik der europäischen Staaten. Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Konvergenz der geldpolitischen Zielvorstellungen so weit fortgeschritten war, daß der Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik wohlfahrtsmehrend möglich war.

## 2. Beurteilung der Entwicklung einer gemeinsamen Stabilitätskultur in Europa

Die Untersuchung der geldpolitischen Geschichte Großbritanniens, Frankreichs und Italiens hat deutlich aufgezeigt, daß in allen drei Staaten zumindest bis in die achtziger Jahre hinein im Falle von Zielkonflikten dem Wachstums- und Beschäftigungsziel Vorrang eingeräumt wurde. Der Zeithorizont der geldpolitischen Entscheidungsträger war häufig eher kurzfristig ausgerichtet. Die Stabilitätskultur dieser drei Staaten war insofern nicht vergleichbar mit der deutschen Stabilitätsorientierung.<sup>589</sup>

Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) kommen jedoch am Ende ihrer Studie zu dem Ergebnis, daß alle Staaten in Europa inzwischen eine ähnliche Stabilitätskultur entwickelt hätten. Die starken Divergenzen bei den Inflationsraten in den siebziger und achtziger Jahren seien Folge eines „singulären Prozesses“ (Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 117) gewesen, bei dem die Staaten aufgrund noch bestehender institutioneller Unterschiede (z.B. abhängige Notenbanken, keynesianisch geprägte Wirtschaftspolitik) uneinheitlich auf die Schocks der Ölkrisen reagiert hätten. Durch einen Mitte der achtziger Jahre einsetzenden Lernprozeß der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger über wirtschaftspolitische Zusammenhänge und durch die institutionelle Ausgestaltung der EWU (Unabhängigkeit der EZB und der nationalen Notenbanken, Finanzierungsverbot der Regierung über die Notenbanken, Steuerung der Inflationserwartungen der Tarifparteien durch Inflationsziele der EZB) wäre es aber zu einer

<sup>588</sup>Siehe ausführlich hierzu Kapitel E.VII.2.

<sup>589</sup>Dornbusch/Favero/Giavazzi (1998), S. 21f. kommen bei ihrer Ableitung spezifischer Reaktionsgleichungen der nationalen Notenbanken aus historischen Daten zu einem übereinstimmenden Ergebnis.



Konvergenz der Stabilitätskulturen gekommen. Daher sei es inzwischen ausgeschlossen, daß es bei zukünftigen exogenen Schocks zu höheren Inflationsraten als vergleichsweise bislang in Deutschland käme.<sup>590</sup>

Die historische Untersuchung der britischen, französischen und italienischen Geldpolitik in diesem Kapitel zeigte auf, daß es im Vergleich zu den siebziger Jahren tatsächlich zu einem Wandel in der geldpolitischen Ausrichtung der betrachteten Staaten gekommen ist.<sup>591</sup> Das Ziel der Geldwertstabilität gewann in allen drei Ländern deutlich an Gewicht. In Großbritannien war die Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik in Richtung der Erzielung von Geldwertstabilität mit dem Regierungsantritt von Margaret Thatcher verbunden. Im Zuge einer an der monetaristischen Theorie ausgerichteten Geldpolitik wurde die Stabilität des Pfundes zum obersten wirtschaftspolitischen Ziel der britischen Regierung. In Frankreich kam es 1983 innerhalb der sozialistischen Regierung zu einem abrupten Wandel in der wirtschaftspolitischen Zielsetzung. Nachdem der Versuch einer Erhöhung des Wachstums und der Beschäftigung mittels einer expansiven Fiskal- und Geldpolitik nur zu steigender Inflation und erneuten Abwertungen des Franc geführt hatte, entschloß man sich zu einer wirtschaftspolitischen Wende. Über eine wechselkursorientierte Geldpolitik im Rahmen des EWS wurde das Geldwertstabilitätsziel in Form des „Franc fort“ zum Hauptziel der Regierung. In Italien erfolgte der Wandel in den wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen dagegen in einem eher allmählichen Prozeß. Erster wichtiger Schritt war 1981 die Befreiung der Banca d'Italia von der Ankaufspflicht für Schatzwechsel. Die nächste Station mit großer Bedeutung war 1990 die Einengung des Wechselkursbandes, im Rahmen dessen die Lira im Wechselkursmechanismus des EWS schwanken konnte. Dies sollte den Disziplinierungscharakter der Wechselkursbindung weiter erhöhen und war gleichzeitig erstes Zeichen für eine Angleichung der italienischen Geldpolitik an diejenige der europäischen Partnerstaaten. Spätestens mit Abschluß des Maastrichter Vertrags wurde die Reduzierung der Inflationsrate auf den europäischen Durchschnitt zum zentralen Ziel der italienischen Wirtschaftspolitik.

Ob diese Entwicklungen und die resultierende Angleichung der Inflationsraten jedoch den von Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998) gefaßten optimistischen Schluß zulassen, daß in Europa inzwischen eine einheitliche Stabilitätskultur besteht und daher die Preissteigerungsraten in der EWU beim Auftreten von Schocks nicht höher als bislang in Deutschland sein werden, erscheint bei näherer Betrachtung eher ungewiß. So wurden in Großbritannien bereits 1983 deutliche Abstriche am Ziel der Preisstabilität gemacht, als die Regierung aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit ihre Wiederwahl gefährdet sah. Ende der achtziger Jahre stieg die Inflationsrate in Folge einer sehr expansiven Geldpolitik wieder auf über 9%. Die Einbindung des Pfundes in den Wechselkursmechanismus des EWS mußte 1992 wieder aufgegeben werden, da eine Hochzinspolitik aus Sicht der Regierung zu starke Wachstumseinbußen zur Folge gehabt hätte. Die Vorgabe eines Zielinflationskorridors von 1,5% bis 3,5% durch die derzeitige Regierung weist im Vergleich zu einem Ziel von maximal 2% der EZB ebenfalls

<sup>590</sup> Vgl. Bofinger/Hefeker/Pfleger (1998), S. 116-127.

<sup>591</sup> Collins/Giavazzi (1993), S. 553-567 kommen bei ihren Untersuchungen auf Basis europaweiter Haushaltsumfragen bezüglich wirtschaftspolitischer Präferenzen zu demselben Ergebnis.

darauf hin, daß die von der britischen Gesellschaft als optimal erachtete Inflationsrate tendenziell etwas höher liegen dürfte als in anderen europäischen Staaten.

In Frankreich regelmäßig auftauchende Forderungen nach einer Instrumentalisierung der Geld- und Währungspolitik für eine Förderung des Wachstums und der Beschäftigung<sup>592</sup> lassen ebenfalls vermuten, daß es dort noch keine uneingeschränkte, die gesamte Gesellschaft umfassende Stabilitätskultur gibt. In eine entsprechende Richtung können auch Vorschläge Frankreichs im Rahmen der Ausgestaltung der EWU interpretiert werden. Die von den Partnerregierungen abgelehnte Forderung nach Schaffung einer auf Wachstums- und Beschäftigungsziele festgelegten „Wirtschaftsregierung“ auf europäischer Ebene zeugt von abweichenden wirtschaftspolitischen Vorstellung Frankreichs. Dort herrscht offensichtlich immer noch die Meinung vor, daß eine stabilitätsorientierte Geld- und Währungspolitik in Widerspruch zum Wachstums- und Beschäftigungsziel stehe. In Konflikt mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik standen so z.B. auch Forderungen aus Frankreich, die währungspolitische Kompetenz gegenüber Drittstaaten dem Europäischen Rat oder dem ECOFIN-Rat zuzuweisen und über die bewußte politische Steuerung des Euro-Wechselkurses zum Dollar eine aktive Beschäftigungspolitik zu betreiben.<sup>593</sup>

Auch in Italien tauchen nach der erfolgten Aufnahme als Gründungsmitglied in der EWU inzwischen wieder verstärkt Forderungen nach einer höheren Gewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels auf.<sup>594</sup> Der gegenüber den Partnerstaaten versprochene strikte Kurs der Haushaltskonsolidierung wurde bereits 1999 nicht mehr eingehalten.<sup>595</sup>

Schließlich muß beachtet werden, inwieweit die Konvergenz der Gewichtung des Geldwertstabilitätsziels in der Geldpolitik und damit der Inflationsraten in Europa auf einen eigenen Überzeugungswandel der Politiker in den ehemals weniger stabilitätsorientierten Staaten beruht oder wie bedeutend bei dieser Entwicklung äußere Disziplinierungszwänge wie das EWS und die Konvergenzanforderungen des Maastrichter Vertrags waren.<sup>596</sup> Es kann argumentiert werden, daß die höhere Stabilitätsorientierung der Geldpolitik in Frankreich und Italien seit den achtziger Jahren überwiegend durch den Wunsch motiviert war, prestigeschädigende Abwertungen im EWS vermeiden und eine möglichst starke Position bei den Verhandlungen um die Ausgestaltung der EWU gewinnen zu können. Folgt man dieser Argumentation, so wäre durch die seitherige Konvergenz der Inflationsraten noch nicht der Nachweis einer Angleichung der geldpolitischen Zielpreferenzen, also der nationalen Stabilitätskulturen, erbracht.<sup>597</sup> Zudem könnte dann nicht ausgeschlossen werden, daß in einzelnen Ländern angesichts der hohen Arbeitslosigkeit das Geldwertstabilitätsziel – nach der durch den Übergang zur Währungsunion erfolgten Auflösung der Wechselkursrestriktion des

<sup>592</sup> Vgl. Braunberger (1996), S. 13.

<sup>593</sup> Vgl. Feldstein (1997), S. 39.

<sup>594</sup> Vgl. Knees-Bastaroli (1998), S. 16f. und Häring (1998), S. 9.

<sup>595</sup> Vgl. FAZ vom 27.05.1999, Nr. 120, S. 17.

<sup>596</sup> Vgl. Siebert (1992), S. 42f. und Siebert (1997), S. 7.

<sup>597</sup> Vgl. Schiemann (1994), S. 315f., Feldmann (1998a), S. 121f. und Siebert (1998), S. 15f.

EWS und der Erfüllung der Konvergenzanforderungen des Maastrichter Vertrags – wieder mit einer geringeren Zielpriorität bewertet wird. Dadurch wäre eine weitere Konvergenz der ordnungspolitischen Vorstellungen und der wirtschaftspolitischen Zielpreferenzen in Europa nicht nur verhindert, sie könnte sogar zu einem gewissen Grad wieder umgekehrt werden.<sup>598</sup>

Das erklärte Ziel Frankreichs, mittels der EWU die als einseitig empfundene Politik der Bundesbank zu beenden und wieder verstärkt eigene wachstums- und beschäftigungsorientierte Zielsetzungen in die europäische Geldpolitik einzubringen,<sup>599</sup> läßt tatsächlich vermuten, daß der Stabilitätserfolg der französischen Geldpolitik in den neunziger Jahren zu wesentlichen Teilen auf die Bindung des Franc an die D-Mark im ERM beruhte.

In Italien wurden ernsthafte Reformen, insbesondere im finanzpolitischen Bereich, erst unmittelbar im für die Entscheidung über die EWU-Gründungsteilnehmer relevanten Referenzjahr 1997 in Angriff genommen. Seit die Teilnahme Italiens an der EWU feststeht, haben die Konsolidierungsanstrengungen der italienischen Regierungen schon wieder nachgelassen.<sup>600</sup> Zumindest ein Teil des Inflationsrückgangs in Italien kann zudem mit einem „Glaubwürdigkeitsvorschuß“ auf die zukünftige Geldpolitik der EZB erklärt werden. In Erwartung einer im Vergleich zu den historischen nationalen Erfahrungen stabileren Geldpolitik sanken in Italien die Inflationserwartungen. Dieser Effekt begünstigte wesentlich den Rückgang der Preissteigerungsraten.<sup>601</sup>

Durch die Angleichung der Inflationsraten in den neunziger Jahren ist somit nicht gewährleistet, daß das Preisstabilitätsziel tatsächlich in allen Volkswirtschaften ausreichend an Bedeutung gewonnen hat, so daß nach Wegfall der äußeren Zwänge mit einem geldwertorientierten Verhalten aller gesellschaftlicher Gruppen in den Teilnehmerstaaten der EWU gerechnet werden kann. Die beobachtete Konvergenz erlaubt es daher nicht, auf eine erzielte Homogenität der Präferenzen zurückzuschließen. Somit sichert die Einhaltung des Inflationskriteriums in den elf ausgewählten Staaten nicht die Erfüllung der hinreichenden Bedingung des stabilitätspolitischen Konsenses.<sup>602</sup>

Als Ergebnis der Untersuchung der nationalen Geldpolitiken kann somit festgehalten werden, daß seit den achtziger Jahren eine deutliche Konvergenz bei der geldpolitischen Zielsetzung in den europäischen Ländern stattgefunden hat. Jedoch bildete sich der Eindruck, daß diese Konvergenz zumindest zum Teil auch auf externe Zwänge auf

<sup>598</sup>Vgl. Förterer (1998), S. 14, Scharrer (1997), S. 310f., Dorfs (1997a), S. 2 und Jochimsen (1996), S. 104.

<sup>599</sup>Die Banque de France drückte dies in ihrem Rapport von 1991, S. IX wie folgt aus: „Only collective management of a single currency inside a well-balanced and independent institution will allow France to participate fully in the European monetary decision-making process and provide the best guarantee for the exercise of national monetary sovereignty.“ Zur damit verbundenen Präferenz für eine höhere Gewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels vgl. Kuntze (1997), S. 50, Nöbling, W. (1993), S. 127 und Handelsblatt vom 09.04.1998, Nr. 70, S. 8.

<sup>600</sup>Vgl. Kness-Bastaroli (1999), S. 6f. und FAZ vom 05.02.1999, Nr. 30, S. 15.

<sup>601</sup>Vgl. McKay (1997), S. 66f.

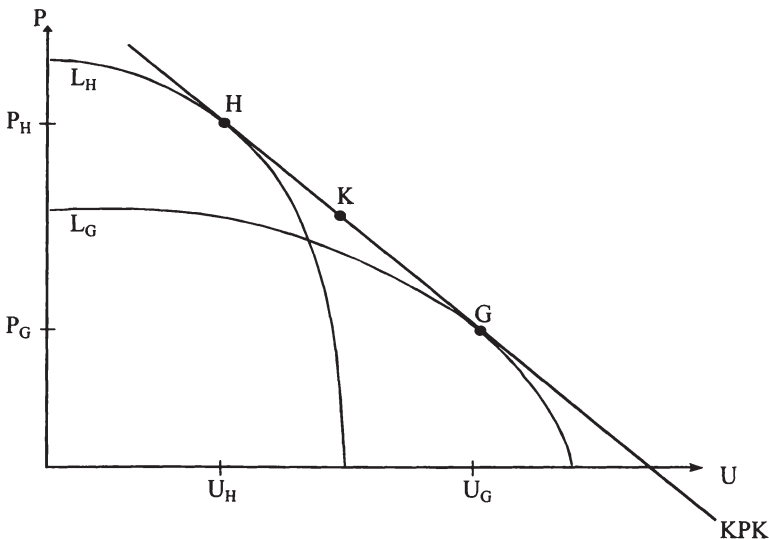
<sup>602</sup>Vgl. Siebert (1992), S. 42.

die nationalen Geldpolitiken zurückzuführen ist. Daher kommt diese Untersuchung zu dem Urteil, daß trotz der erreichten geldpolitischen Konvergenz in den einzelnen europäischen Staaten noch nicht ausgeschlossen werden kann, daß mit der Geldpolitik unterschiedliche Zielvorstellungen verbunden sind.<sup>603</sup>

### 3. Mögliche Folgen einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Präferenzen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion

Neben unterschiedlichen Auswirkungen der gemeinsamen Geldpolitik im Zuge einer unzureichenden Konvergenz der Transmissionsmechanismen können daher auch divergierende geldpolitische Zielvorstellungen in den einzelnen EWU-Staaten Ursache dafür sein, daß ein einheitliches, von der EZB vorgegebenes Leitzinsniveau und ein einheitlicher Euro-Wechselkurs nicht von allen Mitgliedstaaten als wohlfahrtsmaximierend angesehen werden.<sup>604</sup>

Abbildung F.8: Unterschiedliche Stabilitätskulturen im Isoverlustkurven-Phillipskurven-Modell



Quelle: eigene Darstellung

Der auf unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Zielpräferenzen beruhende Wohlfahrtsverlust der Einzelstaaten durch eine Vergemeinschaftung der Geldpolitik läßt sich graphisch verdeutlichen. In Abbildung F.8 wird ein bestehender, für beide Staaten

<sup>603</sup>Zum selben Ergebnis bei ihren Untersuchungen kommen z.B. Jochimsen (1996), S. 104, Steuer (1997), S. 93, Häder/Niebaum (1997), S. 96 oder Feldmann (1997), S. 108f.

<sup>604</sup>Vgl. Siebert (1992), S. 42f.

identischer wirtschaftspolitischer Zielkonflikt durch die kurzfristige Phillipskurve KPK dargestellt.  $L_H$  und  $L_G$  stellen Isoverlustkurven dar, die für beide Länder mit dem selben Verlustniveau verbunden sein sollen. Die im Vergleich zur  $L_G$ -Kurve größere Steigung der  $L_H$ -Kurve beruht auf eine in Relation zum Geldwertstabilitätsziel höhere Gewichtung des Beschäftigungsziels in Land H, so daß in der Notation des in Kapitel B dargestellten Modells  $b_H/a_H > b_G/a_G$  gilt. Folgt man der dieser Arbeit zugrunde liegenden Definition, so weist Land H eine geringere Stabilitätskultur als Land G auf. Land H entscheidet sich aufgrund der gesellschaftlichen Präferenzen in diesem Zielkonflikt für die Optimallösung H und somit für eine im Vergleich zu Land G, das seine Optimallösung in Punkt G anstrebt, kurzfristig niedrigere Arbeitslosigkeit, aber auch eine höhere Inflationsrate. Die geringere Stabilitätskultur des Landes H zeigt sich also durch die Wahl einer Lösung mit niedriger Arbeitslosigkeit und höherer Inflation beim Auftreten kurzfristiger Zielkonflikte.

In der Währungsunion müßten sich beide Staaten auf eine gemeinsame Lösung einigen. Diese wäre mit einer Inflationsrate zwischen  $p_G$  und  $p_H$  sowie einer Unterbeschäftigung zwischen  $u_H$  und  $u_G$  verbunden. Somit müßten beide Staaten ihre Optimalposition verlassen, was mit entsprechenden Wohlfahrtseinbußen verbunden wäre (die Kompromiß-Lösung K läge für beide Staaten auf weiter vom Ursprung entfernten Isoverlustkurven, die eine geringere gesellschaftliche Wohlfahrt darstellen). Dies verdeutlicht den mit einer Vergemeinschaftung der Geldpolitik verbundenen Wohlfahrtsverlust im Falle einer unzureichenden Angleichung der wirtschaftspolitischen Präferenzen vor Beginn der Währungsunion.<sup>605</sup>

Die unterschiedlichen geldpolitischen Zielvorstellungen der EWU-Staaten könnten außerdem – insbesondere wenn es zu einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa kommen sollte – Auslöser von Unstimmigkeiten zwischen den Vertretern der beteiligten Länder in den europäischen Gremien sein.<sup>606</sup> In diesem Zusammenhang kann die Zusammensetzung des EZB-Rates kritisiert werden. Das relativ hohe Gewicht nationaler Repräsentanten in diesem geldpolitischen Entscheidungsgremium, das sich durch Beitritte weiterer Staaten zur EWU noch erhöhen wird,<sup>607</sup> begünstigt prinzipiell Versuche der nationalen Regierungen und Interessensgruppen, Einfluß auf geldpolitische Entscheidungen zu gewinnen.<sup>608</sup> Zur Gewährleistung der Zielpriorität der EZB ist daher von den nationalen Zentralbankpräsidenten ein besonders hohes Maß an persönlicher Unabhängigkeit zu verlangen. Zudem wäre ein Abbau der hohen Arbeitslosigkeit mittels struktureller Reformen zur Verbesserung der geldpolitischen Rahmenbedingungen begrüßenswert.

<sup>605</sup> Vgl. Schich et al. (1999), S. 70 und Berthold (1992b), S. 180.

<sup>606</sup> Vgl. Berthold (1992b), S. 178-180.

<sup>607</sup> Anfänglich verfügen die nationalen Notenbankpräsidenten über eine Mehrheit von 11 zu 6 Stimmen gegenüber den Vertretern der supranationalen EZB. Vgl. Ohr (1996d), S. 228 und Eichen-green (1993), S. 134ff.

<sup>608</sup> Vgl. Coggan (1997), S. 27, Feldstein (1997), S. 37f. und Rübel (1997), S. 535. So erwarten von Hagen/Süppel (1994), daß die gemeinsame Geldpolitik aufgrund der Mehrheit nationaler Vertreter im EZB-Rat zur Abwehr regionaler Schocks mißbraucht und daher suboptimale Ergebnisse erzielen wird.

Auch innerhalb des Europäischen Rates oder des ECOFIN-Rats könnte es zu Auseinandersetzungen um die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik kommen. Je ausgeprägter die Divergenzen bei den geldpolitischen Zielpräferenzen der EWU-Staaten sind, desto eher können mögliche politische Auseinandersetzungen an Schärfe gewinnen. Im Extremfall könnte dadurch auch die Zusammenarbeit auf anderen politischen Gebieten belastet werden, so daß die EWU entgegen der ursprünglichen Hoffnung nicht als Motor einer weiteren europäischen Integration dienen würde, sondern sich sogar hemmend auswirken könnte.<sup>609</sup>

Findet sich unter den Staats- und Regierungschefs oder den Fachministern eine Mehrheit für eine expansivere Wirtschaftspolitik, so könnten die europäischen Politiker insbesondere über ihre wechsellkurspolitische Kompetenz oder über das Unterstützungsgebot des Artikels 105 Satz 2 EGV<sup>610</sup> versuchen, auf die Politik der EZB Einfluß zu nehmen. Je größer die Diskrepanzen bei den geldpolitischen Zielpräferenzen in den EWU-Staaten sind, desto höher ist außerdem die Gefahr, daß nicht nur der politische, sondern auch der gesellschaftliche Druck auf die EZB zunimmt.<sup>611</sup> So könnte auch von Interessengruppen oder einflußreichen Einzelpersonen eine höhere Gewichtung des Beschäftigungs- und Wachstumsziels in der Geldpolitik gefordert werden.<sup>612</sup>

Zudem könnte eine Bedrohung der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB im Falle eines unzureichenden stabilitätspolitischen Konsenses in Europa von den in nationaler Kompetenz verbleibenden Finanz- und Tarifpolitiken ausgehen. Die Regierungen der Einzelstaaten könnten z.B. – von der Verantwortung für die Preisentwicklung befreit – mit Blick auf mögliche kurzfristige Beschäftigungseffekte eine zu expansive Finanzpolitik betreiben. Auch die Tarifparteien könnten zu überhöhten Lohnabschlüssen in dem Bewußtsein neigen, die Verantwortung für die Folgen ihres Verhaltens auf die EZB abschieben zu können. Die in nationaler Zuständigkeit verbleibenden Finanz- und Tarifpolitiken können somit bei einem unzureichenden Verantwortungsbewußtsein auf nationaler Ebene eine ökonomische Grenze der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB darstellen.<sup>613</sup>

Eine fehlende geldpolitische Zielübereinstimmung ist somit ein wesentlicher Gefahrenfaktor für die faktische Unabhängigkeit der EZB. Denn selbst die weitestgehende formale Autonomie der EZB garantiert nicht ihre Entscheidungsfreiheit, wenn eine stabilitätsorientierte Geldpolitik auf Akzeptanzgrenzen in der Politik und in der Öffentlichkeit stößt.<sup>614</sup> Um erfolgreich sein zu können, muß die Geldpolitik der Zentralbank letztlich durch die Tarif- und Finanzpolitik der Tarifparteien und der Regie-

<sup>609</sup>Vgl. Feldmann (1997), S. 108 und Issing (1995), S. 13f.

<sup>610</sup>Art. 105 EGV Satz 2 lautet: „...Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das Europäische System der Zentralbanken die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft...“

<sup>611</sup>Vgl. George (1997b), S. 7f., Krägenau (1997), S. 187 und Sell (1996), S. 317f.

<sup>612</sup>Vgl. Issing (1998a), S. 3, Schulz (1997b), S. 23, Hankel (1997), S. 2 und Dornbusch (1996), S. 25.

<sup>613</sup>Vgl. für eine ausführlichere Diskussion dieser Problematik Leibfritz/Herrmann (1990), Duisenberg (1998a), S. 3, Siebert (1992), S. 45f., Artis/Winkler (1997), S. 54f. und Ohr (1996c), S. 109-113.

<sup>614</sup>Vgl. Tietmeyer (1996), S. 3, Hayo (1998), S. 244-246, Leigh-Pemberton (1990), S. 3 und The Economist vom 28.03.1998, S. 32.



rungen unterstützt und von der breiten öffentlichen Meinung getragen werden (Bedingung der stabilitätspolitischen Effizienz).<sup>615</sup> Die noch nicht vollständig erreichte Konvergenz der geldpolitischen Zielvorstellungen in den EWU-Staaten kann daher die Glaubwürdigkeit der gemeinsamen Geldpolitik belasten.<sup>616</sup> Der Zeitinkonsistenztheorie folgend wäre dadurch aufgrund der sich ergebenden negativen Auswirkungen auf die Inflationserwartungen die Erreichung des Ziels der Preisstabilität in der EWU erschwert.

---

<sup>615</sup>Vgl. Ohr (1998), S. 19-21 und S. 25, Artis/Winkler (1997), S. 22f., Kregel (1996), S. 127, Steuer (1997), S. 86f. und Zeitler (1996), S. 9-11.

<sup>616</sup>Vgl. Ramm (1999), S. 35.



## **G. Zusammenfassende Beurteilung möglicher Problembereiche einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik**

Ziel dieser Arbeit war es, drei zentrale Erfolgsbedingungen einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik zu untersuchen:

1. Liegen in den EWU-Teilnehmerstaaten ähnliche monetäre Erfordernisse vor, so daß eine einheitliche Geldpolitik der EZB den ökonomischen Bedürfnissen aller Teilnehmerstaaten gleichzeitig und in gleichem Ausmaß gerecht werden kann?
2. Ist die Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsmechanismen ausreichend, so daß geldpolitische Maßnahmen der EZB in allen Teilnehmerländern in ähnlicher Weise zur Erreichung des geldpolitischen Ziels beitragen können?
3. Erfolgte im Vorfeld des Übergangs zur EWU eine Konvergenz der nationalen Stabilitätskulturen, so daß zwischen den EWU-Staaten Einigkeit über die qualitative und quantitative Zielausrichtung der Geldpolitik besteht und die gemeinsame Geldpolitik den Präferenzen aller EWU-Staaten entsprechen kann?

Es wurde gezeigt, daß deutliche Verstöße gegen diese geldpolitischen Erfolgsbedingungen die Risiken der EWU erhöhen würden. Lägen keine einheitlichen monetären Erfordernisse in den EWU-Staaten vor, so würde zum einen die Entscheidungsfindung im EZB-Rat erschwert. Zum anderen wäre die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, daß es in den Ländern, deren Erfordernisse nicht dem Durchschnitt entsprächen, zu einer Verfehlung des mit der Geldpolitik angestrebten Ziels und generell zu einer unerwünschten ökonomischen Entwicklung der Volkswirtschaft kommen würde. Letztlich entstünden in diesen Ländern aufgrund der fehlenden Übereinstimmung von geldpolitischem Bedarf und EZB-Maßnahme Wohlfahrtsverluste.

Würden sich geldpolitische Maßnahmen der EZB aufgrund einer fehlenden Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in den einzelnen Staaten unterschiedlich auswirken, könnten ebenfalls Wohlfahrtsverluste entstehen. Der EZB-Rat stünde unter diesen Umständen z.B. vor dem Problem, welche quantitative Ausprägung seine geldpolitischen Maßnahmen haben sollten, damit er europaweit sein Ziel der Geldwertstabilität erreichen könnte.<sup>1</sup> Zusätzlich wäre die Zielerfüllung in diesem Fall in den EWU-Staaten mit unterschiedlichen Opportunitätskosten in Form unterschiedlich hoher Rückgänge des Wirtschaftswachstums und eines unterschiedlich starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit verbunden.

Bestünde schließlich in den EWU-Staaten keine Einigkeit über das mit der Geldpolitik zu verfolgende Ziel, würden ebenfalls negative Auswirkungen drohen. So könnte es z.B. innerhalb des EZB-Rates zu Auseinandersetzungen um die Ausrichtung der Geldpolitik kommen. Des weiteren müßten die Volkswirtschaften Wohlfahrtsverluste akzeptieren, deren optimale Inflationsrate vom EWU-Durchschnitt abweichen würde.

---

<sup>1</sup> Vgl. Schmidt (1999), S. 26f.

Werden die genannten drei Erfolgsbedingungen einer gemeinsamen Geldpolitik in der EWU nicht erfüllt, könnte die Geldpolitik der EZB somit nicht den ökonomischen Bedingungen und Zielpreferenzen in allen Staaten der EWU gerecht werden. Dadurch stiege die Wahrscheinlichkeit, daß eine Gruppe von Staaten im Gesamteffekt nicht von der Einführung des Euro profitieren würde. Ausgehend von den besonders negativ betroffenen Volkswirtschaften könnte der politische und gesellschaftliche Druck auf die EZB in Richtung einer Änderung der Geldpolitik zunehmen. Der fehlende europaweite Konsens über die Ausgestaltung der Geldpolitik und die daraus resultierende mangelnde gesellschaftliche Unterstützung für die EZB könnten dann trotz der hohen formalen Unabhängigkeit der EZB die faktische Entscheidungsautonomie des EZB-Rats einschränken. Dies könnte wiederum die Glaubwürdigkeit der europäischen Notenbank gefährden und die Finanzmärkte zur Antizipation eines geldpolitischen Kurswechsels veranlassen.<sup>2</sup> In der Folge käme es zu den im Modell der Zeitinkonsistenz beschriebenen negativen ökonomischen Effekten, insbesondere einem Anstieg der Inflationserwartungen und damit letztlich der Preissteigerungsraten in Europa.

Die Ausführungen in dieser Arbeit dienen daher dazu, die drei genannten zentralen Erfolgsbedingungen einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik zusammenhängend in einer Analyse zu behandeln, um so einen umfassenden Überblick über mögliche geldpolitische Probleme der EWU geben zu können. Dazu wurde anhand zweier Mitgliedstaaten der EWU – Frankreich und Italien – sowie des Beitrittskandidaten Großbritannien untersucht, ob die genannten Voraussetzungen für eine erfolgreiche einheitliche Geldpolitik erfüllt sind, so daß die eben beschriebenen, potentiellen Gefahren vermieden werden können.

Die Überprüfung der Konvergenz der monetären Erfordernisse zeigte, daß in den vergangenen Jahren eine deutliche Angleichung der Konjunkturzyklen und der realwirtschaftlichen Strukturen erfolgt ist. Insbesondere eine Kerngruppe von Ländern – mit Frankreich und Deutschland als bedeutendste Mitglieder – weist inzwischen sehr ähnliche Strukturen und Wirtschaftsverläufe auf, so daß sich die monetären Erfordernisse in diesen Ländern entsprechen dürften. Auf der anderen Seite wurde aber auch deutlich, daß einzelne Staaten wie Großbritannien, Irland, Portugal oder Finnland noch sehr spezifische Strukturen haben, so daß ihre Erfordernisse unter Umständen nicht denen des EWU-Durchschnitts entsprechen könnten. Die bis kurz vor Gründung der EWU noch bestehenden deutlichen Leitzinsdifferenzen in diesen Ländern bestärkten diesen Eindruck. Des weiteren wurde gezeigt, daß einerseits argumentiert werden kann, daß es im Zuge der mit der Währungsunion verbundenen verstärkten ökonomischen Integration zu einer weiteren Angleichung der Wirtschaftsstrukturen kommen kann, so daß sich die Gefahr asymmetrischer Schocks durch den Übergang zur EWU verringern könnte. Andererseits können auch Begründungen für eine weitergehende Spezialisierung der EWU-Staaten in Analogie zur Entwicklung in den USA gefunden werden. Da zusätzlich wichtige Politikbereiche wie die Steuer- und Sozialpolitik nicht vergemeinschaftet sind, sollte die Gefahr länderspezifischer Schocks nicht vernachlässigt werden. Insgesamt kam die Analyse zu dem Ergebnis, daß bei Betrachtung der

<sup>2</sup> Vgl. Döpke et al. (1998), S. 273-276, Donges (1999), S. 14 und Crockett (1994), S. 172.

Gesamtheit der EWU-Staaten die Möglichkeit bestehen bleibt, daß die EZB-Politik nicht gleichzeitig den Bedürfnissen aller Staaten gerecht werden kann, und es dementsprechend zu Wohlfahrtsverlusten in einzelnen Ländern kommen kann.

Der Vergleich der nationalen Finanzsysteme und Finanzierungsgewohnheiten bildete die Grundlage für die Überprüfung der für den Erfolg der Währungsunion notwendigen Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen. Erstes Ergebnis der Analyse war, daß sich die Strukturen der Bankensysteme inzwischen sehr weitgehend angeglichen haben, so daß sich aus dieser Perspektive keine nennenswerten Einschränkungen für die einheitliche Geldpolitik ergeben dürften.<sup>3</sup> Gewisse Unterschiede bestehen aber noch bei der volkswirtschaftlichen Bedeutung des Bankensystems im Verhältnis zum Gewicht der Finanzmärkte. In Deutschland und Italien ist trotz einer zunehmenden Bedeutung der Finanzmärkte die Dominanz der Banken bei der Kreditvermittlungsfunktion zwischen Sparer und Investor immer noch sehr ausgeprägt. In Frankreich – einst ebenfalls eindeutig bankorientiert – haben die Finanzmärkte insbesondere im kurzfristigen Bereich inzwischen eine zentrale Rolle übernommen. In Großbritannien stehen traditionell die Finanzmärkte im Mittelpunkt des Finanzsystems. Da diese im allgemeinen sehr schnell auf geldpolitische Änderungen reagieren und die britischen Banken sich dieser Führungsrolle der Finanzmärkte aufgrund der engen Konkurrenzbeziehung anpassen müssen, ergibt sich für Großbritannien eine höhere Zinsreagibilität als in den anderen europäischen Staaten. Insgesamt gewinnt man den Eindruck, daß sich eine einheitliche Geldpolitik gemessen an diesen Kriterien in Deutschland, Frankreich und Italien – falls letzteres, wie erwartet, bei der Entwicklung der Finanzmärkte rasch aufholt – bezüglich des relativen Gewichts des Bankensystems und der Finanzmärkte nicht gravierend unterschiedlich auswirken dürfte. Hingegen wird die Entwicklung des britischen Finanzsystems als noch nicht hinreichend konvergent beurteilt, so daß hier bei einem Beitritt die Gefahr asymmetrischer geldpolitischer Effekte bis zu einem gewissen Grad gegeben sein könnte.

Bei der Betrachtung der Finanzierungsgewohnheiten der Unternehmen und Haushalte in Frankreich und Deutschland wurden große Ähnlichkeiten festgestellt. Der Verschuldungsgrad der Unternehmen und die Nettovermögensposition der Haushalte entsprechen sich weitgehend, in beiden Ländern dominieren langfristige Kreditvereinbarungen mit ausgeprägtem Festzinscharakter. Zusammenfassend wurde daher festgestellt, daß sich eine gemeinsame Geldpolitik aufgrund der resultierenden hohen Übereinstimmung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in beiden Staaten sehr ähnlich auswirken dürfte.

---

<sup>3</sup> Kashyap/Stein (1997), S. 8-15 vermuten hingegen, daß sich eine restriktive Geldpolitik bislang noch in Italien und Portugal aufgrund der Dominanz kleiner Banken, der mangelnden Bonität der Kreditinstitute, der großen Bedeutung bankabhängiger Kreditnehmer und der geringen Tiefe der Finanzmärkte stärker über das Bankensystem auswirken dürfte als etwa in Großbritannien. Jedoch zeigten die Ausführungen dieser Arbeit, daß in Italien inzwischen ein umfassender Konzentrationsprozeß im Kreditgewerbe eingesetzt hat und daß auch die Entwicklung der Finanzmärkte rasch voranschreitet, so daß die bislang bestehenden Unterschiede vergleichsweise schnell an Bedeutung verlieren sollten.

Deutliche Unterschiede bestehen im Vergleich hierzu in Italien. Die Nettovermögensposition der Haushalte ist im europäischen Vergleich sehr hoch, der Verschuldungsgrad der Unternehmen dagegen niedrig. Zudem ist der Anteil kurzfristiger, bzw. variabel verzinsten Kredite immer noch sehr bedeutend, so daß sich geldpolitische Änderungen rascher und umfassender auswirken dürften als in Frankreich und Deutschland. Aufgrund der hohen Nettovermögensposition der Haushalte und des geringen Verschuldungsgrads der Unternehmen ist jedoch zu erwarten, daß die Bedeutung des positiven Einkommenseffekts bei den Haushalten nach einer Zinsanhebung der Notenbank größer sein dürfte als diejenige des negativen Cashflow-Effekts bei den Unternehmen, so daß sich eine Leitzinserhöhung der EZB in Italien eher unterdurchschnittlich restriktiv auswirken dürfte. Insgesamt zeigte sich, daß im Bereich der Finanzierungsgewohnheiten in Italien noch Konvergenzbedarf besteht. Erreicht die EZB ihr Ziel der Geldwertstabilität und kommt es dadurch zu einer dauerhaften Absenkung der Inflationserwartungen, so ist zu erwarten, daß es in Italien allmählich zur notwendigen Verlängerung der Zinsbindungsfristen kommen wird. Ein Verringerung der Nettovermögensposition der privaten Haushalte auf den europäischen Durchschnitt dürfte hingegen schwieriger zu erreichen sein, da dies in der Umkehrung eine entsprechende Reduzierung der italienischen Staatsverschuldung erfordern würde.

Auch die Finanzierungsgewohnheiten in Großbritannien weisen deutliche Unterschiede zu Frankreich und Deutschland auf. Der Verschuldungsgrad des Privatsektors ist überdurchschnittlich hoch, und es dominieren kurzfristige oder variable Zinsvereinbarungen. Zudem ist ein im internationalen Vergleich hoher Anteil des Haushaltsvermögens in Vermögenswerten angelegt, deren Wert in hohem Maße vom Zinsniveau abhängt, so daß insgesamt die Zinssensitivität der britischen Volkswirtschaft sehr viel höher einzuschätzen ist als in den Vergleichsstaaten. Zwar gewinnen auch in Großbritannien Festzinsvereinbarungen im Zuge einer stabilisierten Inflationsentwicklung allmählich an Gewicht, jedoch dürfte sich die Zinssensitivität auf Sicht einiger Jahre nicht an den europäischen Durchschnitt anpassen.<sup>4</sup> Daher ist die Wahrscheinlichkeit hoch, daß sich aufgrund der Unterschiedlichkeit der geldpolitischen Transmissionsmechanismen eine einheitliche Geldpolitik in Großbritannien divergent auswirken würde. Ohne eine weitergehende strukturelle Angleichung ist somit die Gefahr groß, daß die EZB-Politik in Großbritannien im Falle eines Beitritts zu einer Verschärfung der Konjunkturzyklen beitragen würde und letztlich nicht dauerhaft die Erreichung des mit der Geldpolitik verfolgten Ziels gewährleisten könnte.

Der Vergleich der nationalen geldpolitischen Instrumentarien, deren Systematik entscheidend von den nationalen Finanzstrukturen geprägt wurde, mit den Instrumenten der EZB stellte ebenfalls eine hohe Übereinstimmung zwischen Banque de France und EZB fest. Die Abweichungen der geldpolitischen Prozeduren in Italien waren relativ unbedeutend, wohingegen die Besonderheiten des britischen Finanzsystems immer noch Ausdruck in einer deutlich divergenten Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie in Großbritannien finden. Somit bestätigte auch diese Analyse das Ergebnis, wonach die Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen an den europäi-

---

<sup>4</sup> Vgl. Pennant-Rea (1997), S. 18.



schen Durchschnitt in Frankreich einen sehr hohen Grad erreicht hatte und in Italien weit fortgeschritten war. Dagegen weist Großbritannien in diesem Bereich noch große Defizite auf.

Zusammenfassend kamen die Untersuchungen zu dem Ergebnis, daß in den vergangenen Jahren eine deutliche Konvergenz der europäischen Finanzsysteme stattgefunden hat, so daß aufgrund dieses Kriteriums der Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik für viele europäische Staaten, z.B. für Frankreich, ohne gravierende Probleme möglich war. In Italien ist der Konvergenzprozeß des Finanzsystems dagegen noch nicht vollendet. Insofern kann es dort in der verbleibenden Übergangszeit zu gewissen asymmetrischen Effekten der Geldpolitik kommen, die allerdings nicht so gravierend sein dürften, daß durch sie allein ein Verzicht auf die Währungsunionsteilnahme zu begründen gewesen wäre. Insgesamt besteht in der EWU immer noch die Möglichkeit, daß sich die einheitliche Geldpolitik der EZB in einzelnen Staaten aufgrund einer unzureichenden Konvergenz der geldpolitischen Transmissionsprozesse unterschiedlich auswirken könnte. Zwar wird die sich aus dem Wegfall des Wechselkursrisikos ergebende Vereinheitlichung der europäischen Finanzmärkte und der zunehmende Wettbewerb zwischen den Kreditinstituten gewisse Impulse für eine weiterreichende Angleichung der Finanzstrukturen in der EWU geben. Jedoch sollte beachtet werden, daß dieser Prozeß durch weiterhin bestehende unterschiedliche nationale Regelungen – z.B. bei Rechnungslegung und Besteuerung, Wertpapieremissionen, Handelsusancen oder der Bankenaufsicht – behindert wird, so daß gewisse Unterschiede bei den Finanzstrukturen in den Einzelstaaten noch längere Zeit bestehen dürften. Diese Aussage gilt verstärkt für das Nicht-EWU-Mitglied Großbritannien. Aufgrund der dort noch deutlich unterschiedlichen Finanzierungsgewohnheiten und der daraus resultierenden überdurchschnittlich hohen Zinssensitivität ist der Verzicht auf eine EWU-Gründungsteilnahme Großbritanniens als ökonomisch sinnvoll zu beurteilen. Ob sich das britische und die europäischen Finanzsysteme in den kommenden Jahren rasch annähern werden, so daß ein frühzeitiger Beitritt Großbritanniens aus volkswirtschaftlicher Sicht möglich werden würde, scheint insgesamt eher zweifelhaft.

Die Beurteilung der Konvergenz der Stabilitätskulturen in Europa sollte in dieser Arbeit im Vergleich zu der bislang in diesem Zusammenhang dominierenden Betrachtung der Entwicklung der nationalen Inflationsraten auf eine aussagekräftigere Grundlage gestellt werden. Als entscheidendes Kriterium zur Messung der Stabilitätskultur wurde hierzu in Anlehnung an die Zeitinkonsistenztheorie die von den geldpolitischen Behörden getroffene Entscheidung beim Vorliegen kurzfristiger Zielkonflikte zwischen Geldwertstabilitätsziel und Wachstums- und Beschäftigungsziel entwickelt. Die Untersuchung der nationalen geldpolitischen Historie Großbritanniens, Frankreichs und Italiens diene somit als eine umfassendere Basis zur Beurteilung der in den drei Staaten vorliegenden geldpolitischen Präferenzen und stellte in dieser Form eine neuartige Methodik zur Beurteilung der Entwicklung einer gesamteuropäischen Stabilitätskultur dar.

Es zeigte sich, daß bis zum endgültigen Zusammenbruch des Goldstandards in den dreißiger Jahren das Geldwertstabilitätsziel in der britischen Geldpolitik dominierte.

Nach dem Zweiten Weltkrieg stand dagegen geprägt von keynesianischen Vorstellungen das Wachstums- und Beschäftigungsziel im Zentrum der Geldpolitik. Trotz entgegengegerichteter Verlautbarungen der Regierung wurde selbst in den achtziger und neunziger Jahren das Geldwertstabilitätsziel im Konfliktfall dem Beschäftigungsziel meist untergeordnet.

In Frankreich war die geldpolitische Zielausrichtung bis zum Zweiten Weltkrieg sehr wechselhaft. Phasen einer sehr expansiven, eindeutig wachstumsorientierten Geldpolitik wechselten sich mit Perioden einer strikt stabilitätsorientierten Geldpolitik, in denen der Franc Leitährungsansprüche erhob, ab. Nach dem Zweiten Weltkrieg gewann auch in Frankreich das Wachstums- und Beschäftigungsziel die geldpolitische Oberhand. Erst nach mehreren, das Ansehen der Politik und des Landes belastenden Abwertungen des Franc im frühen EWS kam es in der französischen Geldpolitik zu einem Prioritätenwechsel, und das Geldwertstabilitätsziel gewann an Gewicht.

In Italien erschwerten über Jahrzehnte die gesellschaftlichen, politischen und institutionellen Rahmenbedingungen, wie z.B. der Fortbestand sechs emissionsberechtigter Notenbanken nach der Staatsgründung oder die explodierende Staatsverschuldung im Zuge einer überexpansiven Fiskalpolitik in den siebziger und achtziger Jahren, eine eindeutige Ausrichtung der Geldpolitik auf das Geldwertstabilitätsziel. Demzufolge wurde die Lira zum Inbegriff einer Schwachwährung. Erst durch äußere Zwänge – insbesondere den Konvergenzanforderungen des Maastrichter Vertrags bezüglich Preis- und Wechselkursstabilität – vollzog sich ein von großen Teilen der Bevölkerung getragener geldpolitischer Zielewandel.

Insgesamt kamen die Untersuchungen zu dem Ergebnis, daß sich die Priorität für das Geldwertstabilitätsziel in allen drei Staaten in den neunziger Jahren deutlich erhöht hat. Dementsprechend wurde inzwischen auch eine hohe Konvergenz der Inflationsraten erreicht. Im Gegensatz zu einer auf den Vergleich der nationalen Preissteigerungsraten beschränkten Beurteilung der Stabilitätskulturen blieben jedoch bei der Analyse der in den Einzelstaaten vorliegenden geldpolitischen Präferenzen bezüglich aller drei Staaten Zweifel bestehen, ob sich eine gesamtgesellschaftliche Stabilitätskultur dauerhaft und ohne die Notwendigkeit externer Zwänge etablieren konnte. Der in Großbritannien de facto bestehende Zielinflationskorridor von 1,5% bis 3,5% deutet an, daß die Briten eine andere quantitative Vorstellung von Preisstabilität haben wie die EZB.<sup>5</sup> Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit immer wieder in Frankreich und Italien auftauchende Forderungen nach einer Höhergewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels und einer in Europa koordinierten, auch die EZB verpflichtenden Beschäftigungspolitik<sup>6</sup> lassen den Eindruck entstehen, daß sich das geldpolitische Zielverständnis dieser Staaten doch noch von dem anderer EWU-Staaten wie etwa der Niederlande oder auch Deutschlands unterscheidet. Daher konnte im Ergebnis nicht

<sup>5</sup> Einmalige Inflationsunterschiede von anderthalb Prozentpunkten wären dabei unproblematisch. Bestünde ein solcher Unterschied jedoch dauerhaft, käme es zu deutlich divergenten Entwicklungen der Preisniveaus und entsprechenden ökonomischen Konsequenzen.

<sup>6</sup> Vgl. Taylor (1999), S. 3.

der Beweis dafür erbracht werden, daß die EWU die Erfolgsbedingung einer von allen Teilnehmerstaaten geteilten geldpolitischen Zielpriorität erfüllt.

Unterstützt wurde diese Schlußfolgerung zusätzlich von der Untersuchung der Entwicklung des Unabhängigkeitsgrads der nationalen Notenbanken. Die Verpflichtung einer unabhängigen Notenbank auf das Geldwertstabilitätsziel stellt in der Zeitinkonsistenztheorie einen zentralen Weg zur Überwindung des inflation bias und damit zur Erreichung niedriger Preissteigerungsraten dar. Die in Frankreich und Italien nur sehr zögerliche und in Großbritannien bislang unterbliebene Umsetzung der in Artikel 107 EGV festgelegten Unabhängigkeitsvorschrift läßt darauf schließen, daß in allen drei Staaten bei den Regierungen der Wunsch bestand beziehungsweise noch besteht, der Geldpolitik, z.B. im Falle eines Anstiegs der Arbeitslosigkeit, eine Höhergewichtung des Wachstums- und Beschäftigungsziels vorgeben zu können.

Bei einem zusammenfassenden Überblick über alle EWU-Staaten kommt man abschließend zu dem Urteil, daß eine Kerngruppe, die Deutschland, Frankreich, die Benelux-Staaten und Österreich umfaßt, in ausreichendem Ausmaß die genannten drei Erfolgsbedingungen für eine gemeinsame Geldpolitik erfüllen dürfte.<sup>7</sup> Diese Staaten befinden sich in ähnlichen Konjunkturzyklen,<sup>8</sup> und Schocks haben überwiegend symmetrische Auswirkungen, so daß sich die monetären Erfordernisse entsprechen dürften. Seit Jahren zählen diese Länder zudem zum sogenannten D-Mark-Block, so daß von einer hohen Übereinstimmung bei der Bewertung des Geldwertstabilitätsziels ausgegangen werden kann.<sup>9</sup> Schließlich ähneln sich die Finanzstrukturen und damit die geldpolitischen Transmissionsmechanismen der Staaten recht stark, so daß sich die gemeinsame Geldpolitik relativ ähnlich auswirken dürfte. Aufgrund des hohen ökonomischen Gewichts dieser Ländergruppe wird der EWU-Durchschnitt entscheidend von diesen Volkswirtschaften geprägt. Die Politik der EZB dürfte sich daher an den Erfordernissen dieser Staatengruppe ausrichten.

Dennoch muß darauf hingewiesen werden, daß innerhalb der Gruppe ein gravierender Unterschied besteht (siehe Tabelle G.1). Während in den Niederlanden und Österreich die Güter- und Arbeitsmärkte verhältnismäßig flexibel sind, gilt diese Beschreibung für Deutschland, Frankreich, Belgien und Luxemburg nicht.<sup>10</sup> Dies hat zur Folge, daß es im seltenen Fall des Auftretens eines asymmetrischen negativen Schocks in den Niederlanden und Österreich nur zu einem vorübergehenden Anstieg der Arbeitslosigkeit kommt, da die Flexibilität der Güter- und Arbeitsmärkte einen die fehlende nationale Geldpolitik ausgleichenden Anpassungsmechanismus darstellt. Dieses Anpas-

<sup>7</sup> Vgl. Bayoumi/Eichengreen (1993), S. 211-215, Eichengreen (1992b), De Grauwe/Vanhaverbeke (1991) und Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 94-96.

<sup>8</sup> Eine Ausnahme stellen hierbei die Niederlande dar, die sich derzeit im Unterschied zu den anderen Ländern in einer Phase mit relativ hohem Wachstum befinden. Jedoch haben die Niederlande in der Vergangenheit bewiesen, daß dort die Güter- und Arbeitsmärkte so flexibel sind, daß ausreichend zur Geldpolitik alternative Anpassungsmechanismen zur Verfügung stehen (siehe unten).

<sup>9</sup> Gewisse Abstriche sind hierbei bei der Position Frankreichs angebracht, wo immer wieder auftauchende Forderungen nach einer höheren relativen Gewichtung des Beschäftigungsziels Zweifel an einem die ganze Gesellschaft umfassenden Stabilitätskonsens wecken.

<sup>10</sup> Vgl. z.B. Eichengreen (1992c), S. 20-23.

sungsinstrument fehlt in den anderen drei Staaten, so daß hier eher mit einem treppenförmigen Verlauf der Arbeitslosigkeit zu rechnen ist, da jeder asymmetrische negative Schock zu einem Anstieg der Unterbeschäftigung führt, der nicht mehr abgebaut werden kann.<sup>11</sup>

Tabelle G.1: Einteilung der EWU-Staaten und Großbritanniens nach den Kriterien Arbeitsmarktflexibilität und Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks

		Gegenwärtige Arbeitsmarktflexibilität	
		hoch	gering
Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks	gering	Niederlande Österreich	Deutschland Frankreich Belgien-Luxemburg
	hoch	Großbritannien Irland Portugal	Italien Finnland Spanien

Quelle: In Anlehnung an Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 95, Übersicht 14.

Kritischer zu beurteilen ist die Position der restlichen fünf Mitgliedstaaten der EWU (Italien, Spanien, Portugal, Irland und Finnland). Hier weist der Konjunkturverlauf zum Teil sehr deutliche Diskrepanzen zum EWU-Durchschnitt auf. Auch die Wirtschaftsstrukturen weichen teilweise trotz gewissen konvergenter Entwicklungen noch erheblich von denjenigen der Kernländer ab, so daß die Gefahr asymmetrischer Schocks relativ hoch ist. Daher entsprechen die monetären Erfordernisse dieser Staaten häufig nicht denen des EWU-Durchschnitts. Ob sich zudem in ehemaligen Hochinflationenländern wie Spanien und Italien inzwischen ein gesamtgesellschaftlicher Konsens für eine hohe Gewichtung des Geldwertstabilitätsziels entwickelt hat, wird sich endgültig erst noch zeigen müssen. Schließlich sind diese Länder, wie das Beispiel Italiens gezeigt hat, überwiegend durch sehr spezifische Finanzstrukturen gekennzeichnet, so daß auch bei den geldpolitischen Transmissionsmechanismen nationale Besonderheiten zu beachten sind. Daher erscheint gerade in Ländern wie Italien und Spanien, wo zusätzlich die Flexibilität der Güter- und Arbeitsmärkte gering eingeschätzt wird, die Gefahr groß, daß es im Zuge der EWU – trotz der von Italien bereits realisierten positiven Effekte, z.B. in Form eines deutlichen Rückgangs des Zinsniveaus – zu einer suboptimalen Entwicklung der Volkswirtschaften kommen kann.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß die Überprüfung der drei zentralen Erfolgsbedingungen einer einheitlichen europäischen Geldpolitik – Übereinstimmung der geldpolitischen Erfordernisse, Angleichung der geldpolitischen Transmissionsmechanismen und Konvergenz der geldpolitischen Präferenzen – zu dem Ergebnis kam, daß die EWU in ihrer Gesamtheit und potentielle Beitrittskandidaten wie Großbritannien diese Voraussetzungen noch nicht in einem ausreichenden Maß erfüllen. Ohne weitere Konvergenzfortschritte und eine hohe Flexibilität der Güter- und Arbeitsmärkte bleibt

<sup>11</sup> Vgl. Dohse/Krieger-Boden (1998), S. 94f.

somit für einzelne Staaten die Gefahr bestehen, daß die Teilnahme an der EWU mit in der Summe negativen Wohlfahrtseffekten verbunden sein könnte. Dadurch wäre letztlich der gesamte Erfolg der EWU gefährdet.





## Literaturverzeichnis

- Achour, A. et al. (1997): France, in: Battley, N. (Hrsg.): The European bond markets: An overview and analysis for money managers and traders, 6. Auflage, London u.a.O., S. 451-530
- Adebahr, H. (1990): Außenwirtschaft Band I: Währungstheorie und Währungspolitik, 2. Auflage, Berlin
- Adebahr, H./Maennig, W. (1987): Außenwirtschaft Band II: Außenhandel und Weltwirtschaft, Berlin
- al-Nowaihi, A./Levine, P. (1996): Independent but accountable: Walsh contracts and the credibility problem, CEPR Discussion Paper No. 1387, London
- Alberola, E./Tyrväinen, T. (1998): Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries, Bank of Finland Discussion Paper No. 15, Helsinki
- Alesina, A. (1988): The end of large public debts, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): High public debt: the Italian experience, Cambridge u.a.O., S. 34-79
- Alesina, A./Grilli, V. (1992): The European Central Bank: reshaping monetary politics in Europe, in: Canzoneri, M. B./Grilli, V./Masson, P. R. (Hrsg.): Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US, Cambridge, S. 49-77
- Alesina, A./Summers, L. H. (1993): Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 25, No. 2, S. 151-162
- Allsopp, C. J. (1993): The assessment: Strategic policy dilemmas for the 1990s, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 9, No. 3, S. 1-25
- Allsopp, C. J./Chrystal A. K. (1989): Exchange rate policy in the 1990s, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 5, No. 3, S. 1-23
- Allsopp, C. J./Graham, A. (1987): The assessment: Policy options for the UK, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 3, No. 3, S. i-xxiv
- Allsopp, C. J./Jenkinson, T. J./Morris D. J. (1991): The assessment: Macroeconomic policy in the 1980s, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 7, No. 3, S. 68-80
- Alting, J. (1998): Europäische Zentralbank und Mindestreservpolitik, Wiesbaden
- Altmann, J. (1994): Ist die Europäische Union ein optimaler Währungsraum? in: Wirtschaftsdienst, 74. Jg., Nr. 6, S. 312-315
- Anderton, R. (1997): Did underlying behaviour of inflation change in the 1980s? A study of 17 countries, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 133. Jg., Nr. 1, S. 22-38
- Angelini, P./Hendry, D. F./Rinaldi, R. (1994): An econometric analysis on money demand in Italy, Banca d'Italia Temi di discussione del Servizio Studi No. 219, Rom

- Angeloni, I./Buttiglione, L./Ferri, G./Gaiotti, E. (1995): The credit channel of monetary policy across heterogeneous banks: The case of Italy, Banca d'Italia Temi di discussione del Servizio Studi No. 256, Rom
- Angeloni, I./Prati, A. (1993): Liquidity effects and the determinants of short-term interest rates in Italy (1991-92), CEPR Discussion Paper No. 788, London
- Arcelli, M. (1989): Monetary and fiscal policies in Italy in the present phase of transition towards Europe, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 44, No. 3, S. 201-207
- Arcelli, M. (1990): Currency liberalization and changes in monetary policy, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 44, No. 2, S. 141-151
- Arestis, P./Biefang-Frisancho Mariscal, I./Hagemann, H./Howells, P./Trautwein, H. (1993): Financial innovation and the demand for money in the United Kingdom and West Germany: A comparative application of cointegration and error-correction modelling, Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre (520), Universität Hohenheim, Nr. 83/1993
- Artis, M. J. (1989): Integration into the EMS: the UK debate, in: Cobham, D./Harrington, R./Zis, G. (Hrsg.): Money, trade and payments, Manchester, New York, S. 74-96
- Artis, M. J. (1991): Monetary policy and the exchange rate, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 7, No. 3, S. 128-137
- Artis, M. J./Bladen-Hovell, R. C./Zhang, W. (1993): A European money demand function, in: Masson, P. R./Taylor, M. P. (Hrsg.): Policy issues in the operation of currency union, Cambridge, S. 240-263
- Artis, M. J./Lewis, M. K. (1993): Après le déluge: Monetary and exchange-rate policy in Britain and Europe, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 9, No. 3, S. 36-61
- Artis, M. J./Lewis, M. K. (1995): Money in Britain: Monetary policy, innovation & Europe, 3. Auflage, London u.a.O.
- Artis, M. J./Winkler, B. (1997): The stability pact: Safeguarding the credibility of the European Central Bank, CEPR Discussion Paper No. 1688, London
- Backus, D./Driffill, J. (1985): Rational expectations and policy credibility following a change in regime, in: Review of Economic Studies, Vol. 52, S. 211-222
- Balassa, B. (1964): The purchasing-power parity doctrine: A reappraisal, in: The Journal of Political Economy, Vol. 72, S. 584-596
- Ball, D. (1999): Euro ties Italy down as economy slows, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 15.03.1999, Nr. 17, S. 16-17
- Banca d'Italia:  
 (div. Jg.): Report, Rom  
 (1988): Monetary policy and financial markets, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1987, S. 81-144  
 (1991): Demand, output and the balance of payments, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1990, S. 26-64

- (1993): Monetary policy and financial markets, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1992, S. 77-129
- (1994): The money and financial markets, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1993, S. 77-129
- (1995): Monetary policy and the money and financial markets, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1994, S. 81-130
- (1996a): Public finances, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1995, S. 71-77
- (1996b): Monetary policy and the money and financial markets, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1995, S. 78-130
- (1997): The Italian economy, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1996, S. 30-79
- BIEB (October 1985): The revision of the monetary aggregates, No. 1, S. 51-56
- BIEB (February 1986): The overnight deposit market, No. 2, S. 38-39
- BIEB (October 1987): The ceiling on bank lending in Lira, No. 5, S. 35
- BIEB (February 1988): Reform of the secondary market in government securities, No. 6, S. 45-48
- BIEB (October 1988): The new exchange control legislation, No. 7, S. 22
- BIEB (February 1990): Italy's adoption of the narrow EMS fluctuation band for the Lira, No. 10, S. 10-11
- BIEB (October 1990a): The screen-based interbank deposit market, No. 11, S. 45
- BIEB (October 1990b): The mobilization of compulsory reserves, No. 11, S. 46
- BIEB (October 1991): Revision of the monetary aggregates, No. 13, S. 61-67
- BIEB (October 1992a): Banks' repurchase agreements with customers, No. 15, S. 52
- BIEB (October 1992b): The Italian futures market, No. 15, S. 56
- BIEB (October 1992c): The monetary and credit measures adopted on 23 October, No. 15, S. 70
- BIEB (February 1993a): The money and financial markets, No. 16, S. 38-54
- BIEB (February 1993b): The revision of the compulsory reserve requirement, No. 16, S. 44-45
- BIEB (October 1993): The July 1993 agreement between business, labour and the Government, No. 17, S. 26-27
- BIEB (February 1994a): The reform of the Treasury's current account with the Bank of Italy and of the compulsory reserves, No. 18, S. 48
- BIEB (February 1994b): The reform of the screen-based secondary market in government securities (MTS) and the introduction of screen-based auctions, No. 18, S. 52-53
- BIEB (October 1994): The recent reform of the reserve requirement, No. 19, S. 48-49

- BIEB (February 1995): The implementation of the reform of the screen-based secondary market in government securities (MTS), No. 20, S. 60-61
- BIEB (October 1996a): Monetary policy, banking and the financial markets, No. 23, S. 48-62
- BIEB (October 1996b): Bank of Italy intervention in the money market, No. 23, S. 52-53
- BIEB (October 1996c): The general government accounts: some international comparisons, No. 23, S. 71-76
- BIEB (October 1996d): Developments in the screen-based market in government securities, No. 23, S. 77-79
- BIEB (October 1996e): Appendix: Statistical tables, No. 23, S. 115-182
- BIEB (February 1997): The implementing provisions of the 1997 budget, No. 24, S. 68-69
- BIEB (February 1998a): The public finances, No. 26, S. 36-43
- BIEB (February 1998b): Monetary policy, banking and the financial markets, No. 26, S. 44-61
- BIEB (February 1999): The Italian economy and the balance of payments, No. 28, S. 10-23

Report for the year 1981, Rom

Bank of England:

- (1994a): Fact sheet: Monetary policy in the United Kingdom, May 1994, London
- (1994b): Fact sheet: The foreign exchange market, November 1994, London
- (1995a): Fact sheet: The Bank of England, September 1995, London
- (1995b): Bank briefing: Inflation uncertainties increase, November 1995, London
- (1997): Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets, London
- (1998): Inflation Report, November, London
- BEQB (December 1980): Methods on monetary control, Vol. 20, No. 4, S. 428-429
- BEQB (March 1981): Monetary control: next steps, Vol. 21, No. 1, S. 38-39
- BEQB (March 1982a): The supplementary special deposits scheme, Vol. 22, No. 1, S. 74-84
- BEQB (March 1982b): The role of the Bank of England in the money market, Vol. 22, No. 1, S. 86-94
- BEQB (March 1982c): Recent changes in the monetary and regulatory framework, Vol. 22, No. 1, S. 101-103
- BEQB (March 1984): Changes to monetary aggregates and the analysis of bank lending, Vol. 24, No. 1, S. 78-83
- BEQB (December 1984a): Some aspects of UK monetary policy, Vol. 24, No. 4, S. 474-481

- BEQB (December 1984b): Funding the public sector borrowing requirement: 1952-83, Vol. 24, No. 4, S.482-492
- BEQB (August 1987): The instruments of monetary policy, Vol. 27, No. 3, S. 365-370
- BEQB (August 1988): Bank of England operations in the sterling money market, Vol. 28, No. 3, S. 391-396
- BEQB (May 1992): The foreign exchange market and the economy today, Vol. 32, No. 2, S. 205-209
- BEQB (November 1992): The case for price stability, Vol. 32, No. 4, S. 441-448
- BEQB (February 1997): The gilt-edged market: developments in 1996, Vol. 37, No. 1, S. 63-74
- BEQB (May 1997a): The first year of the gilt repo market, Vol. 37, No. 2, S. 187-197
- BEQB (May 1997b): The gilt-edged market: the Bank of England's relationship with the gilt-edged market makers and inter-dealer brokers, Vol. 37, No. 2, S. 198-203
- BEQB (May 1997c): The Bank of England's operations in the sterling money markets, Vol. 37, No. 2, S. 204-207
- Bankgesetz von 1945: The French banking nationalization law, in: Board of Governors of the Federal Reserve System (Hrsg.): Federal Reserve Bulletin, May, S. 483-488
- Banque de France (div. Jg.): Compte rendu des opérations, Paris
- Banque de France (1990): Les réserves obligatoires, instrument de politique monétaire, in: Bulletin Trimestriel, Nr. 76, S. 33-48
- Banque de France (1993): Reformgesetz von 1993, in: Banque de France (Hrsg.): Bulletin Trimestriel, No. 88, Paris, S. 201-209
- Banque de France (1991): Rapport, Paris
- Banque de France (1996): Rapport, Paris
- Barbato, M. (1987): The evolution of monetary policy and its impacts on banks, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 41, No. 2, S. 165-208
- Barker, T. (1985): Erfahrungen mit dem Monetarismus in Großbritannien von 1979-1983, in: Langkau, J./Köhler, K. (Hrsg.): Wirtschaftspolitik und wirtschaftliche Entwicklung, Bonn, S. 45-64
- Barran, F./Coudert, V./Mojon, B. (1996): The transmission of monetary policy in the Euro-pean countries, London School of Economics Financial Markets Group Special Paper No. 86, London
- Barro, R. (1974): Are government bonds net wealth?, in: Journal of Political Economy, Vol. 82, S. 1095-1117
- Barro, R. (1986a): Reputation in a model of monetary policy with incomplete information, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 17, S. 1-20
- Barro, R. (1986b): Recent developments in the theory of rules versus discretion, in: The Economic Journal, Vol. 96, S. 23-37

- Barro, R./Gordon, D. (1983a): A positive theory of monetary policy in a natural rate model, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 91, S. 589-610
- Barro, R./Gordon, D. (1983b): Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, S. 101-121
- Bartolini, L./Bodnar, G. M. (1992): An analysis of the process of capital liberalisation in Italy, IMF Working Paper No. 27, Washington D.C.
- Bartolini, L./Drazen, A. (1996): Capital account liberalization as a signal, NBER Working Paper No. 5725, Cambridge/Mass.
- Batten, D. S./Blackwell, M. P./Kim, I.-S./Nocera, S. E./Ozeki, Y. (1990): The conduct of monetary policy in the major industrial countries: instruments and operating procedures, IMF Occasional Paper No. 70, Washington D.C.
- Baumgartner, J./Url, T. (1999): Gemeinsame Geldpolitik – unterschiedliche Auswirkungen?, in: *Monatsbericht des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung*, 72. Jg., Nr. 1, S. 75-88
- Bayoumi, T. (1995): Who needs bands? Exchange rate policy before EMU, IMF Working Paper No. 43, Washington D.C.
- Bayoumi, T./Eichengreen, B. (1993): Shocking aspects of European monetary integration, in: Torres, F./Giavazzi, F. (Hrsg.): *Adjustment and growth in the European Monetary System*, Cambridge, S. 193-229
- Bean, C. (1992): Economic and monetary union in Europe, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 6, No. 4, Fall 1992, S. 31-52
- Bean, C. (1998): The new UK monetary arrangements: A view from the literature, in: *The Economic Journal*, Vol. 108, S. 1795-1809
- Beattie, A. (1999): The deflationary ogre smiles, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 09.04.1999*, Nr. 22, S. 8-9
- Begg, D. (1997): The design of EMU, IMF Working Paper No. 99, Washington D.C.
- Belke, A. (1997): Beschäftigungseffekte der EWU: Wechselkursfixierung, Sozial- und Politische Union, in: *WISU - Das Wirtschaftsstudium*, 26. Jg., Nr.10, S. 878-886
- Benkhoff, W. (1996): Die schwierige Kunst der Geldpolitik, in: *Handelsblatt*, Nr. 11, 16. Januar 1996, S. 31
- Benkhoff, W. (1998): Das Eurotestat, in: *Handelsblatt* vom 26.03.1998, Nr. 60, S. 2
- Benusilho, M. (1990): Frankreich, in: *Deutscher Sparkassen- und Giroverband* (Hrsg.): *Kreditinstitute im europäischen Binnenmarkt 1993*, Stuttgart, S. 85-111
- Berk, J. M. (1998): Monetary transmission: What do we know and how can we use it?, in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 51, No. 205, S. 145-170
- Bernanke, B. S. (1993a): The world on a cross of gold – a review of „Golden Fetters“: The Goldstandard and the Great Depression, 1919-1939, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, S. 251-267
- Bernanke, B. S. (1993b): Credit in the macroeconomy, in: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, No. 1, S. 50-70



- Bernanke, B. S./Blinder, A. S. (1988): Credit, money, and aggregate demand, in: *American Economic Review*, Vol. 78, S. 435-439
- Bernanke, B. S./Gertler, M. (1995): Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, S. 27-48
- Bernanke, B. S./Gertler, M./Gilchrist, S. (1996): The financial accelerator and the flight to quality, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, S. 1-15
- Bernanke, B. S./Mihov, I. (1997): What does the Bundesbank target?, in: *European Economic Review*, Vol. 41, S. 1025-1053
- Bernanke, B. S./Mishkin, F. S. (1992): Central bank behaviour and the strategy of monetary policy: Observations from six industrialized countries, NBER Working Paper No. 4082, Cambridge/Mass.
- Bernanke, B. S./Mishkin, F. S. (1997): Inflation targeting: A new framework for monetary policy?, NBER Working Paper No. 5893, Cambridge/Mass.
- Bertero, E. (1994): The banking system, financial markets, and capital structure: Some new evidence from France, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 10, No. 4, S. 68-78
- Berthold, N. (1990): Internationale währungspolitische Arrangements – Ökonomische und polit-ökonomische Aspekte, in: *Kredit und Kapital*, 23. Jg., S. 437-467
- Berthold, N. (1992a): Europa nach Maastricht – Sind die währungspolitischen Fragen gelöst?, in: *Wirtschaftsdienst*, 72. Jg., Nr. 1, S. 23-28
- Berthold, N. (1992b): Der Weg zur Europäischen Währungsunion – Unüberwindbare Hindernisse?, in: *Aussenwirtschaft*, 47. Jg., Nr. 2, S. 175-205
- Berthold, N. (1995): European currency union – Do we need a centralized fiscal stabilisation policy?, in: *Aussenwirtschaft*, 50. Jg., Nr. 3, S. 399-422
- Bertoni, A. (1994): Disinflation and the financial structure of firms, in: *Review of Economic Conditions in Italy*, Vol. 48, No. 2, S. 137-174
- Betts, P. (1998): San Paolo-IMI merger wins formal approval, in: *Financial Times* vom 28.04.1998, S. 20
- Biacabe, P. (1986): La politique monétaire en 1985: Une transition avant la rupture, in: *Revue d'économie politique*, 96. Jg., Nr. 5, S. 575-584
- Biefang-Frisancho Mariscal, I./Trautwein, H.-M./Howells, P./Arestis, P./Hagemann, H. (1995): Financial innovation and the long-run demand for money in the United Kingdom and in West Germany, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 131. Jg., S. 302-325
- Bisignano, J. (1996): Varieties of monetary policy operating procedures: balancing monetary objectives with market efficiency, BIZ Working Paper No. 35, Basel
- BIZ (1986): Recent innovations in international banking, April 1986, Basel
- BIZ (1994a): National differences in interest rate transmission, Basel
- BIZ (1994b): 64. Jahresbericht, Basel
- BIZ (1995a): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel
- BIZ (1995b): 65. Jahresbericht, Basel

- BIZ (1997): 67. Jahresbericht, Basel
- BIZ (1998): 68. Jahresbericht, Basel
- Blackburn, K./Christensen, M. (1989): Monetary policy and policy credibility: Theories and evidence, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 27, S. 1-45
- Bladen-Hovell, R. (1994): The European Monetary System, in: Artis, M. J./Lee, N. (Hrsg.): *The economics of the European Union*, Oxford, S. 328-345
- Blinder, A. S. (1987): The rules versus discretion debate in the light of recent experience, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123. Jg., S. 399-414
- Blinder, A. S. (1997): What central bankers could learn from academics – and vice versa, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, S. 3-19
- Blitz, J. (1997a): Attacks from the left shatter facade of unity, in: *Financial Times* vom 07.05.1997, S. 8
- Blitz, J. (1997b): Bank of Italy under pressure to cut rates, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 25.09.1997, Nr. 54, S. 19-20
- Börsenzeitung vom 09.01.1990: Rom zieht die Zügel an, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 11.01.1990, Nr. 3, S. 10
- Börsenzeitung vom 23.11.1996: Giscard's Querschuß, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 27.11.1996, Nr. 74, S. 4
- Bofinger, P. (1991): *Festkurssysteme und geldpolitische Koordination*, Schriften zur monetären Ökonomie, Band 29, Baden-Baden
- Bofinger, P. (1994): Europa: Ein optimaler Währungsraum?, in: Gahlen, B./Hesse, H./Ramser, H. (Hrsg.): *Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*, Tübingen, S. 125-151
- Bofinger, P. (1995): Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, in: *Wirtschaftsdienst*, 75. Jg., Nr. 12, S. 679-688
- Bofinger, P./Hefeker, C./Pfleger, K. (1998): *Stabilitätskultur in Europa: theoretische Grundlagen, empirische Befunde, Bedeutung für die EWU*, Stuttgart
- Bofinger, P./Reischle, J./Schächter, A. (1996): *Geldpolitik: Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*, München
- Bohn, H. (1991): Time consistency of monetary policy in the open economy, in: *Journal of International Economics*, Vol. 30, S. 249-266
- Bordes, C./Girardin, E. (1992): The achievements of the ERM and the preconditions for monetary union: A French perspective, in: Barrell, R. (Hrsg.): *Economic convergence and monetary union in Europe*, London, S. 98-120
- Bordes, C./Strauss-Kahn, O. (1987): 1977-1986: Dix ans de politique d'objectifs en France ou le „targeting“ à la française, *Les Etudes de la SUERF sur la politique monétaire et les systèmes financiers* No. 4, Tilburg
- Bordo, M./Simard, D./White, E. (1994a): France and the Bretton Woods international monetary system: 1960-1968, NBER Working Paper No. 4642, Cambridge/Mass.

- Bordo, M./Simard, D./White, E. (1994b): France and the breakdown of the Bretton Woods international monetary system, IMF Working Paper No. 128, Washington D.C.
- Borio, C. E. V. (1995): The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 59-105
- Borio, C. E. V. (1996): Credit characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries: Facts, conjectures and some econometric evidence, in: Alders, K./Koedijk, K./Kool, C./Winder, C. (Hrsg.): Monetary policy in a converging Europe, Dordrecht, S. 77-115
- Borio, C. E. V. (1997a): Monetary policy operating procedures in industrial countries, BIZ Economic Paper No. 40, Mai, Basel
- Borio, C. E. V. (1997b): The implementation of monetary policy in industrial countries: A survey, BIZ Economic Paper No. 47, Juli, Basel
- Borio, C. E. V./Fritz, W. (1995): The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 106-153
- Bork, H. (1999): Mut der Verzweigung, in: Die Zeit vom 25.02.1999, Nr. 9, S. 30
- Braunberger, G. (1996): Währungspolitik in Frankreich, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 12.02.1996, Nr. 9, S. 13
- Braunberger, G. (1997): In Frankreich schwingt in der Neuordnung des Finanzwesens viel Patriotismus mit, in FAZ vom 29.09.1997, Nr. 226, S. 30
- Briault, C. B./Haldane, A. G./King, M. (1996): Independence and accountability, Bank of Japan: IMES Discussion Paper No. E-17, Tokio
- Britton, E./Whitley, J. (1997): Comparing the monetary transmission mechanism in France, Germany, and the United Kingdom: Some issues and results, in: BEQB (May 1997), Vol. 37, No. 2, S. 152-162
- Brocci, W. (1989): Reform of the interbank market, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 43, No. 1, S. 61-98
- Brown, R. (1990): British monetary policy and European monetary integration, in: Sherman, H. (Hrsg.): Monetary implications of the 1992 process, New York, S. 99-123
- Bruneel, B. (1989): Recent evolution of financial structures and monetary policy in France, in: Hodgman, D. R./Wood, G. E. (Hrsg.): Macroeconomic policy and economic interdependence, Basingstoke, S. 3-61
- Bruni, F. (1993): Banking and financial reregulation: The Italian case, in: Dermine, J. (Hrsg.): European banking in the 1990s, 2. Auflage, Oxford u.a.O., S. 241-267
- Bryant, R. C. (1994): Comment on André Icard: Monetary policy and exchange rates: The French experience, in: Beaufort Wijnholds, J. de/Eijffinger, S./Hoogduin, L. H. (Hrsg.): A framework for monetary stability, Dordrecht u. a. O., S. 263-268

- Buckle, M./Thompson, J. (1995): *The UK financial system: Theory and practice*, 2. Auflage, Manchester, New York
- Budd, A. (1998): The role and operations of the Bank of England monetary policy committee, in: *The Economic Journal*, Vol. 108, S. 1783-1794
- Büschgen, H. E. (1971): Struktur des Bankensystems und Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital*, 4. Jg., Nr. 4, S. 421-452
- Büschgen, H. E. (1997): Universalbankensystem versus Trennbankensystem: Vor- und Nachteile, in: *Mitteilungen und Berichte des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht*, Universität zu Köln, 28. Jg., Nr. 77, S. 68-86
- Buiter, W. H./Miller, M. (1981). The Thatcher experiment: The first two years, in: *Brookings Paper on Economic Activity*, Band 2, S. 315-367
- Buiter, W. H./Miller, M. (1983). Changing the rules: Economic consequences of the Thatcher regime, in: *Brookings Paper on Economic Activity*, Band 2, S. 305-365
- Buttiglione, L./Ferri, G. (1994): Monetary policy transmission via lending rates in Italy: Any lessons from recent experience, *Banca d'Italia Temi di discussione del Servizio Studi* No. 224, Rom
- Caesar, R. (1994): Central banks and governments: Issues, traditions, lessons, *Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre* (520), Nr. 94, Universität Hohenheim, Stuttgart
- Cairncross, A. (1992): *The British economy since 1945: Economic policy and performance, 1945-1990*, Oxford
- Campbell, M. (1974): Das Bankwesen in Großbritannien und Nordirland, in: Regul, R./Wolf, H. (Hrsg.): *Das Bankwesen im größeren Europa*, Schriftenreihe Europäische Wirtschaft, Band 67, Baden-Baden, S. 297-336
- Canzoneri, M. B./Cumby, R./Diba, B./Eudey, G. (1998): Trends in European productivity: Implications for real exchange rates, real interest rates and inflation differentials, *Österreichisches Nationalbank Working Paper* No. 27, Wien
- Canzoneri, M. B./Nolan, C./Yates, A. (1996): Mechanisms for achieving monetary stability: inflation targeting versus the ERM, *CEPR Discussion Paper* No. 1418, London
- Casella, A./Eichengreen, B. (1991): Halting inflation in Italy and France after World War II, *NBER Working Paper* No. 3852, Cambridge/Mass.
- Cassard, M./Lane, T. D./Masson, P. R. (1994): ERM money supplies and the transition to EMU, *IMF Working Paper* No. 1, Washington D.C.
- Cassard, M./Lane, T. D./Masson, P. R. (1997): Core ERM money demand and effects on inflation, in: *The Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol. 65, No. 1, S. 1-24
- Cecchetti, S. G. (1999): Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Paper presented at the conference on „The monetary transmission process“ (26./27. März 1999), Frankfurt am Main

- Cecchetti, S. G./Mark, N. C./Sonora, R. (1998): Price level convergence among United States cities: Lessons for the European Central Bank, Österreichisches Nationalbank Working Paper No. 32, Wien
- Chaineau, A. (1986): L'encadrement du crédit en 1985: Examen d'une réforme, in: *Revue d'économie politique*, 96. Jg., Nr. 1, S. 39-51
- Chami, R./Cosimano, T. F./Fullenkamp, C. (1999): The stock market channel of monetary policy, IMF Working Paper No. 22, Washington D.C.
- Chick, V./Dow, S. (1995): Wettbewerb und die Zukunft des europäischen Banken- und Finanzsystems, in: Thomasberger, C. (Hrsg.): *Europäische Geldpolitik zwischen Marktzwängen und neuen institutionellen Regelungen*, Marburg, S. 293-321
- Chote, R. (1997a): Biggest upheaval in Bank's 300-year history, in: *Financial Times* vom 07.05.1997, S. 8
- Chote, R. (1997b): Bank „to disclose foreign exchange activities“, in: *Financial Times* vom 29.10.1997, S. 22
- Chote, R. (1997c): MPs seek say on Bank policy team, in: *Financial Times* vom 30.10.1997, S. 11
- Chote, R./Halligan, L. (1997): City attacks move to ease inflation target, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 16.06.1997*, Nr. 34, S. 16-17
- Chote, R./Münchau, W. (1997): Chancellor surrenders control of UK rates, in: *Financial Times* vom 07.05.1997, S. 1 und S. 16
- Ciampi, C. (1985): The institutional framework and aims of exchange rate policy in the Italian economy, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Economic Bulletin*, No. 1, S. 63-71
- Ciampi, C. (1987a): A survey of the development of the banking and financial system and the relevant legislation, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Economic Bulletin*, No. 4, S. 71-80
- Ciampi, C. (1987b): Italy's changing financial markets: implications for monetary and credit policy, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Economic Bulletin*, No. 4, S. 81-96
- Ciampi, C. (1990a): Monetary policy, fiscal policy and general government, in: *BIEB* (February 1990), No. 10, S. 57-65
- Ciampi, C. (1990b): The Governor's concluding remarks, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Ordinary general meeting of shareholders for the year 1989*, S. 143-171
- Ciampi, C. (1991): The Governor's concluding remarks, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Ordinary general meeting of shareholders for the year 1990*, S. 141-171
- Ciampi, C. (1992a): The Governor's concluding remarks, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Ordinary general meeting of shareholders for the year 1991*, S. 147-175
- Ciampi, C. (1992b): Address by the Governor, in: *BIEB* (October 1992), No. 15, S. 91-98
- Ciocca, P. (1998): The consolidated law on financial intermediation, in: *Banca d'Italia* (Hrsg.): *Economic Bulletin*, No. 26, S. 106-113

- Cipoletta, I. (1995): Italy: an ever-lagging economy?, in: Baldassarri, M./Modigliani, F. (Hrsg.): *The Italian economy: What next?*, Rom, S. 9-21
- Claassen, D. (1990): Harte Realitäten, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 17, 20. April 1990, S. 188-189
- Claassen, D./Heemann, K. (1990): Riskantes Spiel, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 42, 12. Oktober 1990, S. 18-21
- Clark, P./Bartolini, L./Bayoumi, T./Symansky, S. (1994): Exchange rates and economic fundamentals: A framework for analysis, IWF Occasional Paper No. 115, Washington D.C.
- Clarke, S. V. O. (1977): Exchange-rate stabilization in the mid-1930s: Negotiating the Tripartite Agreement, *Princeton Studies in International Finance* No. 41, September
- Clement, R./Terlau, W. (1999): Die neue europäische Geldpolitik, in: *WISU – Das Wirtschaftsstudium*, 28. Jg., Nr. 2, S. 180-184
- Cobham, D. (1989): UK monetary targets 1977-86: picking the numbers, in: Cobham, D./Harrington, R./Zis, G. (Hrsg.): *Money, trade and payments*, Manchester, New York, S. 38-56
- Cobham, D. (1995): The UK's search for a monetary policy: In and out of the ERM, *EUI Working Paper* No. 40, Badia Fiesolana
- Cobham, D. (1997a): The post-ERM framework for monetary policy in the United Kingdom: Bounded credibility, in: *The Economic Journal*, Vol. 107, S. 1128-1141
- Cobham, D. (1997b): Inevitable disappointment? The ERM as the framework for UK monetary policy 1990-92, in: *International Review of Applied Economics*, Vol. 11, No. 2, S. 213-228
- Coggan, P. (1997): Sterling as a safe haven?, in: *Financial Times* vom 28.10.1997, S. 27
- Collins, S. M./Giavazzi, F. (1993): Attitudes towards inflation and the viability of fixed exchange rates: Evidence from the EMS, in: Bordo, M. D. (Hrsg.): *A retrospective on the Bretton Woods system: lessons for international monetary reform*, Chicago, S. 547-577
- Colmant, H. (1990): The evolution of institutional structures and regulations, in: De Boissieu, C. (Hrsg.): *Banking in France*, London, New York, S. 51-79
- Committee on the Working of the Monetary System (1959): *Report*, London, Reprint 1964
- Conigliani, C./Ferri, G./Generale, A. (1997): The impact of bank-firm relations on the propagation of monetary policy squeezes: An empirical assessment for Italy, in: *Banca del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 50, No. 202, S. 271-298
- Conseil National de Crédit (1948): *Second Annual Report*, Paris
- Cordier, J./Ricart, R. (1995): Monetary policy transmission channels in France: an evaluation using the Bank of France's macroeconomic model, in: BIZ (Hrsg.): *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Basel, S. 362-380



- Cotta, A. (1985): Die Geldpolitik in Frankreich, in: Langkau, J./Köhler, C. (Hrsg.): Wirtschaftspolitik und wirtschaftliche Entwicklung, Bonn, S. 147-164
- Cottarelli, C./Galli, G./Marullo Reedtz, P./Pitaluga, G. (1986): Credit ceilings, in: Economic Policy, Vol. 1, No. 3, S. 673-710
- Cottarelli, C./Giannini, C. (1997): Credibility without rules? Monetary frameworks in the Post-Bretton Woods era, IMF Occasional Paper No. 154, Washington D.C.
- Cottarelli, C./Kourelis, A. (1994): Financial structure, bank lending rates, and the transmission mechanism of monetary policy, IMF Working Paper No. 39, Washington D.C.
- Cottarelli, C./Mecagni, M. (1990): The risk premium on Italian government debt, 1976-1988, IMF Working Paper No. 38, Washington D.C.
- Cotula, F. (1984): Financial innovation and monetary control in Italy, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 37, No. 150, S. 219-256
- Crawford, M. (1996): One money for Europe? The economics and politics of EMU, 2. Auflage, Houndmills
- Crockett, A. (1994): The role of convergence in the process of EMU, in: Steinherr, A. (Hrsg.): 30 years of European monetary integration: From the Werner plan to EMU, London, S. 171-183
- Croquet, B./Le Bihan, H. (1996): Réussir sa sortie: Une analyse des dépréciations de 1992 en Italie et au Royaume-Uni, Revue de l'OFCE: Observations et diagnostics économiques, Paris
- Cukierman, A. (1995): Towards a systematic comparison between inflation targets and monetary targets, in: Leiderman, L./Svensson, L. E. O. (Hrsg.): Inflation targets, London, S. 192-209
- Cushman, D. O. (1988): Exchange-rate uncertainty and foreign direct investment in the United States, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 124. Jg., S. 322-336
- Cutler, J. (1995): The housing market and the economy, in: BEQB (August 1995), Vol. 35, No. 3, S. 260-269
- The Daily Telegraph vom 28.03.1998: The Bundesbank's angst, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 30.03.1998, Nr. 21, S. 13-14
- Davis, P. E. (1994): Banking, corporate finance, and monetary policy, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 4, S. 46-67
- Davis, P. E. (1999): EMU and the evolution of financial structure, in: OECD (Hrsg.): Financial Market Trends, No. 72, February, S. 39-55
- De Boissieu, C. (1986): Les innovations financières en France, in: Revue d'économie politique, 96. Jg., Nr. 5, S. 585-600
- De Boissieu, C. (1987): Chronique de la rédaction: la nouvelle politique monétaire française, in: Revue d'économie politique, 97. Jg., Nr. 2, S. 156-164
- De Boissieu, C. (1990): Recent developments in the French financial system: an overview, in: Derselbe (Hrsg.): Banking in France, London und New York, S. 1-25

- De Boissieu, C. (1993): The French banking sector in the light of European financial intergration, in: Dermine, J. (Hrsg.): European banking in the 1990s, 2. Auflage, Oxford u.a.O., S. 193-236
- De Boissieu, C./Duprat, M.-H. (1990): French monetary policy in the light of European monetary and financial integration, in: Sherman, H. (Hrsg.): Monetary implications of the 1992 process, New York, S. 51-98
- De Bondt, G. J. (1998a): Credit and asymmetric effects of monetary policy in six EU countries: an overview, De Nederlandsche Bank Staff Report No. 26-18, Amsterdam
- De Bondt, G. J. (1998b): Financial structure: Theories and stylized facts for six EU countries, in: De Economist, Vol. 146, No. 2, S. 271-301
- De Cecco, M. (1993): The Italian banking system at a historic turning-point, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 47, No. 1, S. 51-67
- De Cecco, M. (1996): The European monetary union: Lessons of historical experience, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Special Issue No. 1: European monetary union: The problems of the transition to a single currency, S. 55-68
- De Grauwe, P. (1993): Discussion, in: Torres, F./Giavazzi, F. (Hrsg.): Adjustment and growth in the European monetary system, Cambridge, S. 266-269
- De Grauwe, P. (1994): Towards European monetary union without the EMS, in: Economic Policy, Vol. 18, S. 149-185
- De Grauwe, P. (1996a): The economics of convergence: Towards monetary union in Europe, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 132, S. 1-27
- De Grauwe, P. (1996b): The dynamics of convergence towards European monetary union, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Special Issue No. 1: European monetary union: The problems of the transition to a single currency, S. 33-45
- De Grauwe, P./Vanhaverbeke, W. (1991): Is Europe an optimal currency area? Evidence from regional data, CEPR Discussion Paper No. 555, London
- De Gregorio, J./Giovannini, A./Wolf, H. C. (1994): International evidence on tradables and nontradables inflation, in: European Economic Review, Vol. 38, S. 1225-1244
- De Quillacq, L. (1996): Revolt in the boardrooms, in: The Banker, Vol. 146, Januar, S. 19-21
- De Quillacq, L. (1997): Beware the Brits, in: The Banker, Vol. 147, Januar, S. 21-23
- Deane, M./Pringle, R. (1994): The central banks, London
- Del Giovane, P. (1994): The defense of exchange rates in the EMS: Instruments and strategies, 1987-93, Banca d'Italia Temi di discussione del Servizio Studi No. 228, Rom
- Dennig, U. (1997): Geldpolitik im Übergang zur EWU, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 9, S. 538-543
- Dennig, U. (1998): Probleme bei der Ermittlung einer Euro-Geldmenge, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 10, S. 619-624

- Desario, V. (1995a): The new legal framework of Italian banking, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Economic Bulletin, No. 20, S. 82-88
- Desario, V. (1995b): The concentration of the banking system, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Economic Bulletin, No. 21, S. 102-111
- Deutsche Bundesbank (1984): Unternehmensfinanzierung in Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland, in: Monatsbericht, 36. Jg., November, S. 35-46
- Deutsche Bundesbank (1987): Geschäftsbericht 1987, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank (1993): Geschäftsbericht 1993, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank (1994): Eigenmittelausstattung der Unternehmen ausgewählter EG-Länder im Vergleich, in: Monatsbericht, 46. Jg., Oktober, S. 73-88
- Deutsche Bundesbank (1997): Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, in: Monatsbericht, 49. Jg., Januar, S. 27-41
- Deutsche Bundesbank (1998a): Stellungnahme des Zentralbankrates zur Konvergenzlage in der Europäischen Union im Hinblick auf die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank (1998b): Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: Monatsbericht, 50. Jg., Januar, S. 33-47
- Deutsche Bundesbank (1998c): Monatsbericht September, Frankfurt am Main
- Dhar, S. K./Fisher, P. G./Holland, A. M./Pain, D. L. (1995): Interest rate effects in the Bank of England's medium-term forecasting model, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 537-562
- Diamond, D. W. (1984): Financial intermediation and delegated monitoring, in: Review of Economic Studies, Vol. 51, S. 393-414
- Dicks-Mireaux, L. A. (1983): Die geldpolitischen Erfahrungen in England 1973-1977, in: Ehrlicher, W./Duwendag, D. (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik im Umbruch. Internationale Erfahrungen des letzten Jahrzehnts, Schriften zur monetären Ökonomie, Band 18, Baden-Baden, S. 85-113
- Dieckheuer, G. (1995): Internationale Wirtschaftsbeziehungen, 3. Auflage, München, Wien
- Dimsdale, N. H. (1991): British monetary policy since 1945, in: Crafts, N. F. R./Woodward, N. W. C. (Hrsg.): The British Economy since 1945, Oxford, S. 89-140
- Dimsdale, N. H. (1994): Banks, capital markets, and the monetary transmission mechanism, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 4, S. 34-46
- Dini, L. (1990): The Italian banking system, in: BIEB (October 1990), No. 11, S. 70-74
- Disch, W. (1995): Die geldpolitische Konzeption der Banque de France und der Deutschen Bundesbank: Eine vergleichende Analyse der Geldmengenpolitik in Deutschland und Frankreich, Pfaffenweiler
- Döpke, J./Gern, K.-J./Gottschalk, J./Langfelft, E./Scheide, J./Schlie, M./Strauß, H. (1998): Euroland: Neue Rahmenbedingungen für die Wirtschaftspolitik, in: Die Weltwirtschaft, o. Jg., Nr. 3, S. 258-293

- Dohse, D./Krieger-Boden, C. (1998): Währungsunion und Arbeitsmarkt: Auftakt zu unabdingbaren Reformen, Kieler Studien Nr. 290, Tübingen
- Donges, J. B. (1999): Für eine aktive EZB-Geldpolitik besteht keinerlei Anlaß, in: FAZ vom 20.03.1999, Nr. 67, S. 14
- Dooley, M. P./Spinelli, F. (1989): The early stages of financial innovation and money demand in France and Italy, in: The Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 57, No. 2, S. 107-124
- Dorfs, J. (1997a): Jospins Rezepte, in: Handelsblatt vom 04./05.07.1997, Nr. 126, S. 2
- Dorfs, J. (1997b): Stärke von Paris liegt auf dem Rentenmarkt, in: Handelsblatt vom 14.07.1997, Nr. 132, S. 19
- Dornbusch, R. (1988): Discussion, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): High public debt: the Italian experience, Cambridge u.a.O., S. 25-33
- Dornbusch, R. (1989): Ireland's disinflation, in: Economic Policy, Vol. 8, S. 173-209
- Dornbusch, R. (1996): Debt and monetary policy: The policy issues, NBER Working Paper No. 5573, Cambridge/Mass.
- Dornbusch, R./Favero, C. A./Giavazzi, F. (1998): The immediate challenges for the European Central Bank, NBER Working Paper No. 6369, Cambridge/Mass.
- Drazen, A./Masson, P. R. (1994): Credibility of policies versus credibility of policymakers, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, S. 735-754
- Dries, F. (1997): Die Londoner Banken-Bubble, in: Börsenzeitung vom 07.06.1997, Nr. 106, S. 1
- Driffill, J. (1988): Macroeconomic policy games with incomplete information: A survey, in: European Economic Review, Vol. 32, S. 533-541
- Dueker, M. J./Fischer, A. M. (1996): Do inflation targets redefine central bank inflation preferences? Results from an indicator model, in: Alders, K./Koedijk, K./Kool, C./Winder, C. (Hrsg.): Monetary policy in a converging Europe, Dordrecht, S. 21-37
- Duijm, B. (1998): Entscheidungsgremien und Entscheidungsregeln in der EWU, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 11, S. 661-666
- Dujim, B./Herz, B. (1996): Das EWS II - ein Europäisches System à la Bretton Woods?, in: Wirtschaftsdienst, 76. Jg., Nr. 5, S. 233-239
- Duisenberg, W. (1997): Monetary policy in EMU, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 02.12.1997, Nr. 70, S. 1-3
- Duisenberg, W. (1998a): Europäische Währungsunion – Garant für Stabilität, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 27.08.1998, Nr. 50, S. 1-4
- Duisenberg, W. (1998b): Einleitende Bemerkungen anlässlich der Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank am 13. Oktober 1998, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 16.10.1998, Nr. 62, S. 8-11
- Dunkel, M. (1997): Italiens Notenbanker helfen beim Sparen, in: Wirtschaftswoche, 51. Jg., Nr. 28, S. 130-131

- Dunkel, M./Fischer, M./Jünemann, B. (1996): „Ziemliches Abenteuer“ in: Wirtschaftswoche, Nr. 4, 18. Januar 1996, S. 29-30
- Duwendag, D./Ketterer, K.-H./Kösters, W./Pohl, R./Simmert, D. B. (1993): Geldtheorie und Geldpolitik: Eine problemorientierte Einführung mit einem Kompendium monetärer Fachbegriffe, 4. Auflage, Köln
- Eaglesham, J. (1997): Watchdog with bigger teeth, in: Financial Times vom 29.10.1997, S. 17
- The Economist vom 03.11.1979: Monetary mumbo-jumbo, S. 58
- The Economist vom 02.08.1986: Big Bang Brief: The countdown to October 27th, S. 50-51
- The Economist vom 28.08.1993: Narrow money, S. 18
- The Economist vom 28.08.1993: Too many pies for the Old Lady, S. 67-68
- The Economist vom 05.08.1995: Ken versus Eddie, S. 17
- The Economist vom 21.09.1996: Accidental hero, S. 42
- The Economist vom 03.05.1997: The price of privatisation, S. 78-79
- The Economist vom 10.05.1997: Labour's good start, S. 12-13
- The Economist vom 10.05.1997: The Bank of England: Free at last, S. 38-39
- The Economist vom 24.05.1997: Labour turns to the City, S. 12-13
- The Economist vom 24.05.1997: Mr Brown serves up a surprise, S. 73-74
- The Economist vom 05.07.1997: The lesson of Crédit Lyonnais, S. 11-12 und S. 75-77
- The Economist vom 19.07.1997: The bank with tentacles, S. 68
- The Economist vom 28.03.1998: Yves-Thibault de Silguy, euro-navigator, S. 32
- The Economist vom 28.03.1998: Can one size fit all?, S. 82
- The Economist vom 11.04.1998: Survey EMU, S. 1-26
- The Economist vom 09.05.1998: Survey Financial Centres, S. 1-46
- The Economist vom 19.09.1998: Financial indicators, S. 129
- The Economist vom 21.09.1998: Accidental hero, S. 42
- The Economist vom 31.10.1998: Euro brief: Euro towers or fawlt towers?, S. 91-92
- The Economist vom 21.11.1998: Euro brief: Europe's American dream, S. 75-76
- The Economist vom 06.02.1999: The defence of the City, S. 84-85
- Egebo, T./Englander, A. S. (1992): Institutional commitments and policy credibility: A critical survey and empirical evidence from the ERM, in: OECD Economic Studies, No. 18, S. 45-84
- Ehrmann, M. (1998): Will EMU generate asymmetry? Comparing monetary policy transmission across European countries, EUI Working Paper No. 28, Badia Fiesolana
- Eichengreen, B. (1985): The Bank of France and the sterilization of gold, 1926-1932: A study of the historical constraints on economic policy coordination, Brookings Discussion Papers in International Economics No. 38, Oktober

- Eichengreen, B. (1992a): *Golden Fetters: The Goldstandard and the Great Depression, 1919-1939*, New York u.a.O.
- Eichengreen, B. (1992b): Is Europe an optimum currency area?, in: Borner, S./Grubel, H. (Hrsg.): *The European Community after 1992*, London, S. 138-161
- Eichengreen, B. (1992c): Should the Maastricht Treaty be saved?, *Princeton Studies in International Finance* No. 74, Princeton
- Eichengreen, B. (1993): European monetary unification, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, S. 1321-1357
- Eichengreen, B./Flandreau, M. (1994): The geography of the gold standard, University of California Working Paper No. C94-042, Berkeley
- Eichengreen, B./Flandreau, M. (1996): Blocs, zones and bands: International monetary history in light of recent theoretical developments, in: *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 43, No. 4, S. 398-418
- Eichengreen, B./Wyplosz, C. (1986): The economic consequences of the Franc Poincaré, NBER Working Paper No. 2064, Cambridge/Mass.
- Eichengreen, B./Wyplosz, C. (1993): The unstable EMS, CEPR Discussion Paper No. 817, London
- Eijffinger, S. (1993): Convergence of monetary policies in Europe – concepts, targets and instruments, in: Gretschmann, K. (Hrsg.): *Economic and Monetary Union: Implications for national policy-makers*, Dordrecht u.a.O., S. 169-193
- Eijffinger, S./De Haan, J. (1996): The political economy of central-bank independence, *Special Papers in International Economics* No. 19, Princeton, New Jersey
- Eijffinger, S./Lemmen, J. (1995): Money market integration in Europe, in: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131. Jg., S. 3-37
- Eijffinger, S./Schaling, E. (1993): Central bank independence in twelve industrial countries, in: *Banca del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 36, No. 184, S. 49-89
- Emminger, O. (1934): Die englischen Währungsexperimente der Nachkriegszeit, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 40. Jg., S. 270-325
- Enfrun, B./Cordier, J. (1994): Factors affecting the process of transmission of changes in official interest rates in France, in: BIZ (Hrsg.): *National differences in interest rate transmission*, Basel, S. 87-100
- Enoch, C./Hilbers, P./Kovanen, A. (1997): Some issues in the design of monetary instruments for the operation of European economic and monetary union, IMF Working Paper No. 178, Washington D.C.
- Enoch, C./Quintyn, M. (1996): Europäische Währungsunion: Die Umsetzung der Geldpolitik, in: *Finanzierung & Entwicklung*, Vol. 33, Nr. 3, S. 28-31
- Escriba, J. L./Fagan, G. P. (1996): Empirical assessment of monetary policy instruments and procedures (MPIP) in EU countries, *European Monetary Institute Staff Paper* No. 2, Frankfurt am Main
- Europäische Kommission (1990): Ein Markt, eine Währung, *Europäische Wirtschaft* Nr. 44, Oktober



- EWI (1997a): Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Festlegung des Handlungsrahmens, Januar, Frankfurt am Main
- EWI (1997b): The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, Frankfurt am Main
- EZB (1998): The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, Frankfurt am Main
- EZB (1999a): Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, Frankfurt am Main
- EZB (1999b): Monatsbericht Januar, Frankfurt am Main
- EZB (1999c): Monatsbericht April, Frankfurt am Main
- Fausto, D. (1977): The effect of monetary and debt management policy on interest rates: the Italian experience, 1961-1971, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 31, No. 3, S. 159-170
- FAZ vom 07.05.1997, Nr. 105: Bank von England erhält größere Unabhängigkeit, S. 15
- FAZ vom 22.05.1997a, Nr. 116: London erhält eine zentrale Behörde für Finanzaufsicht, S. 17
- FAZ vom 22.05.1997b, Nr. 116: Überfällige Reform, S. 17
- FAZ vom 04.06.1997, Nr. 126: Britische Regierung ernennt externe Mitglieder des Zinskomitees, S. 16.
- FAZ vom 30.06.1997, Nr. 148: Italiens Zentralbank senkt die Leitzinsen, S. 15
- FAZ vom 04.07.1997, Nr. 152: Gute Aussichten für die Währungsunion beflügeln die Lira, S. 26
- FAZ vom 31.07.1997, Nr. 175: Französische GAN erhält Beihilfen, S. 15
- FAZ vom 02.08.1997, Nr. 177: Fusionsphantasie bei Italiens Banken, S. 20
- FAZ vom 25.10.1997, Nr. 248: Auch in Italien sind Investmentfonds auf dem Vormarsch, S. 24
- FAZ vom 27.10.1997, Nr. 249: Zu Prodis Haushaltspolitik werden kritische Stimmen laut, S. 19
- FAZ vom 29.10.1997, Nr. 251: Die britischen Unternehmen sind enttäuscht über den Euro-Aufschub, S. 18
- FAZ vom 03.12.1997, Nr. 281: National Westminster verkauft Teile an Bankers Trust und DMG, S. 26
- FAZ vom 13.12.1997, Nr. 290: Einzug von indexierten Anleihen in Kontinentaleuropa, S. 25
- FAZ vom 04.04.1998, Nr. 80: Tietmeyer bekräftigt die Zweifel am Euro-Start mit Italien, S. 5.
- FAZ vom 01.07.1998, Nr. 149: Frankreichs Sparkassen verwandeln sich in Genossenschaftsbanken, S. 25
- FAZ vom 09.07.1998, Nr. 156: EZB-Rat beschließt eine verzinste Mindestreserve, S. 13 und S. 15

- FAZ vom 10.07.1998, Nr. 157: Die französischen Kreditinstitute verbessern ihre Ertragskraft, S. 22
- FAZ vom 15.10.1998, Nr. 239: Entscheidung der EZB wird gutgeheißen, S. 18
- FAZ vom 22.10.1998, Nr. 245: „3,3 Prozent gutes Zinsniveau für Euro-Raum“, S. 17
- FAZ vom 27.10.1998, Nr. 249: Bundesbank läßt Wechsel als Sicherheit zu, S. 32
- FAZ vom 30.01.1999, Nr. 25: Pariser Terminbörse in ernsthaften Schwierigkeiten, S. 25-26
- FAZ vom 05.02.1999, Nr. 30: Italien entfernt sich von den Versprechen für die Haushaltssanierung, S. 15
- FAZ vom 27.05.1999, Nr. 120: Italien darf die Haushaltsdisziplin lockern, S. 17
- FAZ vom 09.06.1999, Nr. 130: Die Euro-Skepsis der Briten wächst, S. 17.
- Fazio, A. (1981): Inflation and wage indexation in Italy, in: Banca del Lavoro Quarterly Review, Vol. 34, No. 138, S. 147-170
- Fazio, A. (1991): The size and development of the financial markets, in: BIEB (October 1991), No. 13, S. 71-82
- Fazio, A. (1994a): The Bank of Italy, in: BIEB (February 1994), No. 18, S. 84-90
- Fazio, A. (1994b): The Governor's concluding remarks, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1993, S. 151-177
- Fazio, A. (1995): Monetary policy and the budget in Italy, in: BIEB (October 1995), No. 21, S. 81-87
- Fazio, A. (1996): The Governor's concluding remarks, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders for the year 1995, S. 153-177
- Fazio, A. (1997): The Governor's concluding remarks, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders, 31.05.1997, S. 189-216
- Fazio, A. (1998a): The Bank of Italy and the ESCB. Legal convergence, in: BIEB (February 1988), No. 26, S. 102-105
- Fazio, A. (1998b): The Governor's concluding remarks, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Ordinary general meeting of shareholders, 30.05.1998, S. 231-261
- Federal Reserve Bank of New York (1990): Intermediate targets and indicators for monetary policy: A critical survey, New York
- Fehn, R./Modery, W. (1996): Können flexible Wechselkurse das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik bei persistenter Arbeitslosigkeit lösen?, in: Kredit und Kapital, 29. Jg., Nr. 3, S. 370-401
- Felderer, B./Homburg, S. (1994): Makroökonomik und neue Makroökonomik, 6. Auflage, Berlin u.a.O.
- Feldmann, H. (1997): Economic and political risks of European monetary union, in: Intereconomics, Vol. 32, Nr. 3, S. 107-115
- Feldmann, H. (1998a): Stabilitätsanreize für Europas Zentralbanker, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 2, S. 121-125
- Feldmann, H. (1998b): Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken – Eine Analyse des EWI-Vorschlages, in: Kredit und Kapital, 31. Jg., Nr. 2, S. 273-301

- Feldstein, M. (1997): The political economy of the European economic and monetary union: Political sources of an economic liability, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 4, S. 23-42
- Fels, J. (1998a): Ein Zinsweg von etwa 100 Punkten, in: *FAZ* vom 26.01.1998, Nr. 21, S. 24
- Fels, J. (1998b): Euro-Zinspolitik nach dem Maß der ruhigen Hand, in: *FAZ* vom 23.03.1998, Nr. 69, S. 34
- Fforde, J. S. (1982): Setting monetary objectives, in: *BEQB* (June 1983), Vol. 23, No. 2, S. 200-208
- Filc, W. (1994): Zentralbankautonomie und geldpolitische Effizienz, in: *WSI-Mitteilungen*, 47. Jg., Nr. 11, S. 698-708
- Filc, W. (1996): Geldmengenziel versus Inflationsziel in der Europäischen Währungsunion, in: *Wirtschaftsdienst*, 76. Jg., Nr. 4, S. 208-216
- Filosa, R. (1995): Money demand stability and currency substitution in six European countries (1980-1992), *BIZ Working Paper No. 30*, Basel
- Financial Times vom 28.09.1990: Time to join the ERM, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 28.09.1990*, Nr. 75, S. 12
- Financial Times vom 02.01.1996: London braces itself for a repo revolution, S. 13
- Financial Times vom 07.05.1997: Chancellor's Bank credit, S. 15
- Financial Times vom 30.10.1997: Bank checks, S. 15
- Fischer, A. M./Zurlinden, M. (1994): Geldpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht, in: *Schweizerische Nationalbank* (Hrsg.): *Quartalsheft: Geld, Währung und Konjunktur*, Nr. 1, S. 65-75
- Fischer, C. (1997): Glaubwürdigkeit in der Währungspolitik: Die Strategie der einseitig festen Wechselkursanbindung in Österreich, den Niederlanden und Belgien, Marburg
- Fischer, H.-J. (1997a): Prodi nach einem Jahr, in: *FAZ* vom 24.05.1997, Nr. 118, S. 1
- Fischer, H.-J. (1997b): Stolz unter den ersten, in: *FAZ* vom 02.07.1997, Nr. 150, S. 12
- Fischer, S. (1994): Modern central banking, in: *Capie, F./Goodhart, C. A. E./Fischer, S./Schnadt, N.* (Hrsg.): *The future of central banking, The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge, S. 262-308
- Flood, R. P./Isard, P. (1989): Monetary policy strategies, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 36, No. 3, S. 612-632
- Förterer, J. (1998): Die Konvergenzprüfung darf keine Pro-forma-Veranstaltung werden, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 24.03.1998*, Nr. 19, S. 13-15
- Ford, R./Krueger, T. (1995): Exchange rate movements and inflation performance: The case of Italy, *IMF Working Paper No. 41*, Washington D.C.
- Foshag, J. (1997): Banque de France im Kreuzfeuer, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 10.01.1997*, Nr. 2, S. 13-14
- Fraenkel, G. (1991): Die italienische Wirtschaftspolitik zwischen Politik und Wirtschaft, Berlin

- Fratianni, M. (1995): Monetary policy needs an anti-inflation anchor, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 49, No. 2, S. 161-177
- Fratianni, M./Spinelli, F. (1997): A monetary history of Italy, Cambridge
- Fratianni, M./von Hagen, J. (1992): The European monetary system and European monetary union, Boulder
- Frenkel, M./Klein, M. (1991): Fiskalpolitischer Harmonisierungszwang durch die Europäische Währungsunion?, in: Wirtschaftsdienst, 71. Jg., Nr. 3, S. 137-143
- Friedman, B. (1977): The inefficiency of short-run monetary targets for monetary policy, in: Brooking Papers on Economic Activity, No. 2, S. 293-335
- Friedman, M. (1968): The role of monetary policy, in: American Economic Review, Vol. 58, No. 1, S. 1-17
- Friedman, M./Schwartz, A. (1969): A monetary history of the United States 1867-1960, 4. Auflage, Princeton
- Friend, J. (1989): Seven years in France: Francois Mitterand and the unintended revolution, 1981-1988, Boulder
- Froot, K. A./Rogoff, K. (1991): The EMS, the EMU, and the transition to a common currency, NBER Working Paper No. 3684, Cambridge/Mass.
- Frowen, S. F./Karakitsos, E. (1997): An evaluation of inflation targeting in Germany and the UK, in: Kredit und Kapital, 30. Jg., Nr. 4, S. 501-532
- Funke, N. (1994): Eine geldpolitische Strategie für eine Europäische Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, 74. Jg., Nr. 1, S. 50-56
- Galbraith, J. K. (1982): Monetary policy in France, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 4, No. 3, S. 388-403
- Galli, G./Masera, R. (1988): Government deficits and debts: The necessity and cost of adjustment: The case of Italy, in: Eltis, W./Sinclair, P. (Hrsg.): Keynes and economic policy: The relevance of the General Theory after fifty years, Basingstoke, S. 175-215
- Gapper, J./Owen, D. (1996): Paris canvasses banks on sale of Crédit Lyonnais, in: Financial Times vom 08.11.1996, S. 1
- Garretsen, H./Knot, K./Nijse, E. (1998): Learning about fundamentals: The widening of the French ERM bands in 1993, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 134, Nr. 1, S. 25-41
- Gatermann, R. (1990): Ins EWS zwecks Blockade, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 28.06.1990, Nr. 53, S. 4
- Gavosto, A./Siviero, S./Terlizzese, D. (1995): Output gap and inflation in Italy, Banca d'Italia, Rom
- Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer (1997): Der Streit um den Stabilitätspakt macht Konvergenzdefizite sichtbar, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 10.01.1997, Nr. 2, S. 4-5

- George, E. A. J. (1989): British counterinflationary experience, in: Bub, N./Duwendag, D./Richter, R. (Hrsg.): Geldwertsicherung und Wirtschaftsstabilität, Frankfurt am Main, S. 203-223
- George, E. A. J. (1997a): Speech at the Liverpool and District Bankers' Institute bi-annual dinner, 12.03.1997, Homepage der Bank of England
- George, E. A. J. (1997b): EMU – One currency, fifteen countries?, Speech to the British Chamber of Commerce in Hong Kong, 23.09.1997, Homepage der Bank of England
- George, E. A. J. (1997c): Monetary policy in Britain and Europe, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 27.06.1997, Nr. 37, S. 7-10
- Gerlach, S./Smets, F. (1995): The monetary transmission mechanism: Evidence from the G 7 countries, BIZ Discussion Paper No. 26, Basel
- Gertler, M./Gilchrist, S. (1993): The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: Arguments and evidence, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 95, S. 43-64
- Giavazzi, F./Giovannini, A. (1987): Exchange rates and prices in Europe, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 123. Jg., S. 592-605
- Giavazzi, F./Pagano, M. (1988): The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility, in: European Economic Review, Vol. 32, S. 1055-1082
- Giavazzi, F./Pagano, M. (1995): Non-keynesian effects of fiscal policy changes: International evidence and swedish experience, NBER Working Paper No. 5332, Cambridge/Mass.
- Giavazzi, F./Spaventa, L. (1989): Italy: the real effects of inflation and disinflation, in: Economic Policy, Vol. 13, No. 8, S. 135-169
- Gillies, P. (1998): Euro-Elferrat steht in der Zinspolitik vor einer harten Probe, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 29.09.1998, Nr. 58, S. 3-4
- Giovannini, A. (1988): Capital controls and public finance: the experience in Italy, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): High public debt: the Italian experience, Cambridge u.a.O., S. 177-211
- Goodhart, C. A. E. (1984): Monetary theory and practice: the UK experience, London
- Goodhart, C. A. E. (1986): Financial innovation and monetary control, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 2, No. 4, S. 79-102
- Goodhart, C. A. E. (1989): The conduct of monetary policy, in: Economic Journal, Vol. 99, S. 293-346
- Goodhart, C. A. E. (1992): British monetary policy: October 1990, in: Frowen, S. F./Kath, D. (Hrsg.): Monetary policy and financial innovations in five industrial countries: The UK, the USA, West Germany, France and Japan, Basingstoke, S. 142-159
- Goodhart, C. A. E. (1994): Game theory for central bankers: A report for the Governor of the Bank of England, in: Journal of Economic Literature, Vol. 32, S. 101-114

- Goodhart, C. A. E./Smith, S. (1993): Stabilization, in: European Economy, Special Edition No. 5: The economics of community public finance, Brüssel/Luxemburg, S. 417-455
- Gottlieb, M. (1952): The capital levy after world war I, in: Public Finance, Vol. 7, No. 4, S. 356-384
- Graf von Pückler, A. (1987): Italien erlaubt Merchant Banken, in: Die Bank, 27. Jg., Nr. 11, S. 607-610
- Graham, G. (1997a): Status of supervision will be enhanced, in: Financial Times vom 07.05.1997, S. 8
- Graham, G. (1997b): Bank of England to lose role as banking supervisor, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 23.05.1997, Nr. 29, S. 20
- Graham, G. (1997c): Brown sets out rules for new City watchdog, in: Financial Times vom 29.10.1997, S. 12
- Graham, G. (1998): Invaders still face barriers, in: Financial Times vom 30.04.1998, Survey: Birth of the Euro, S. III
- Green, D. (1996): The influence of household financial debt on monetary and exchange rate policy: France and Great Britain compared, in: International Review of Applied Economics, Vol. 10, No. 3, S. 389-400
- Gröschel, U. (1991): Strukturen und Entwicklungstendenzen im französischen Bankensystem, in: Sparkasse, 108. Jg., Nr. 11, S. 500-503
- Gröschel, U. (1992): Strukturen und Entwicklungstendenzen im italienischen Bankensystem, in: Sparkasse, 109. Jg., Nr. 4, S. 190-193
- Gröteke, F. (1996): Banca d'Italia muß noch Autonomietest bestehen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 21.06.1996, Nr. 39, S. 14-15
- Gröteke, F. (1997): Italiens Notenbank zeigt der Regierung die Zähne, in: Handelsblatt, Nr. 113 vom 17.06.1997, S. 25
- Gros, D. (1998): Mehr Gewicht für die Europäische Zentralbank, in: FAZ vom 02.05.1998, Nr. 101, S. 15
- Gruber, T./Ohr, R. (1997): Der britische Weg zur Währungsunion – ein konstruktives „opting later“, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 12, S. 728-732
- Gruber, T./Ohr, R. (1998): Die Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsstrukturen in der Europäischen Währungsunion, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 269-290
- Grün, K. (1974): Finanzplatz London: Die City mit ihren Banken und Börsen, Frankfurt am Main
- Häder, M./Niebaum, H. (1997): EWU und Stabilitätskultur aus institutionenökonomischer Sicht, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 2, S. 94-98
- Häring, N. (1998): Daumenschrauben, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 30.03.1998, Nr. 21, S. 9



- Hamilton, J. D. (1987): Monetary factors in the Great Depression, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 19, S. 145-169
- Handelsblatt vom 20.11.1995, Nr. 224: George und Tietmeyer über Instrumente der EZB uneins, S. 7
- Handelsblatt vom 04.03.1997, Nr. 44: Der Euro kommt Italiens Banken teuer zu stehen, S. 35
- Handelsblatt vom 13./14.06.1997, Nr. 111: Schatzkanzler setzt neues Inflationsziel, S. 8
- Handelsblatt vom 16.06.1997, Nr. 112: Fazio bleibt hart, S. 35
- Handelsblatt vom 25.06.1997, Nr. 119: Trichet: Euro wird stabil, hart und glaubhaft, S. 27
- Handelsblatt vom 07.07.1997, Nr. 127: Strauss-Kahn wirbt für einen Stabilitätsrat, S. 3
- Handelsblatt vom 15.09.1997, Nr. 177: Ein Interview und der Tag, an dem das Pfund starb, S. 27
- Handelsblatt vom 09.04.1998, Nr. 70: Strauss-Kahn verteidigt den Euro, S. 8
- Handelsblatt vom 15.04.1998, Nr. 72: Roms neues Budget soll es jedem recht machen, S.8
- Handelsblatt vom 15.10.1998, Nr. 199: EZB folgt in weiten Teilen dem Bundesbank-Konzept, S. 39
- Handelsblatt vom 02.11.1998, Nr. 211: Mindestreserve gesenkt, S. 25
- Handelsblatt vom 02.12.1998, Nr. 233: Italien hat mit der „Babyrente“ schlechte Erfahrungen gemacht, S. 5
- Handelsblatt vom 02.03.1999, Nr. 42: Italiens Wirtschaft kommt nicht in Schwung, S. 9
- Handelsblatt vom 12./13.03.1999, Nr. 50: BHF-Bank übt Kritik am EZB-Mengentender, S. 25
- Handelsblatt vom 15.03.1999, Nr. 51: Die Inflationsraten im Euroland driften auseinander, S. 8
- Hankel, W. (1997): Für das Einheitsgeld sind Europas Wirtschaften strukturell zu zerklüftet, in: *Handelsblatt* vom 17.06.1997, Nr. 113, S. 2
- Harrington, R. L. (1996): Money and finance, in: Artis, M. J. (Hrsg.): *The UK economy: A manual of applied economics*, Oxford u.a.O., 14. Auflage, S. 155-193
- Hayo, B. (1998): Inflation culture, central bank independence and price stability, in: *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, S. 241-263
- Healey, N. M. (1987): The UK 1979-1982 „Monetarist Experiment“: why Economists still disagree, in: *Banca del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 40, No. 162, S. 471-499
- Heise, M. (1997): Die Geldmenge bleibt ein gutes Zwischenziel, in: *FAZ* vom 27.10.1997, Nr. 249, S. 36
- Henrot, F./Levy-Lang, A. (1990): Markets and products in the banking sector, in: De Boissieu, C. (Hrsg.): *Banking in France*, London und New York, S. 80-101

- Herd, H. K./Häring, N. (1998): Die EZB ist sich der Risiken bewußt, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 19.11.1998, Nr. 68, S. 12-13
- Herr, H. (1992): Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme, Frankfurt am Main
- Herr, H./Spahn, H.-P. (1989): Staatsverschuldung, Zahlungsbilanz und Wechselkurs: Außenwirtschaftliche Spielräume und Grenzen der Finanzpolitik, Studien zur monetären Ökonomie, Band 5, Regensburg
- Herschtel, M.-L. (1985): Frankreich: eine Verschuldungswirtschaft?, in: Cansier, D./Kath, D. (Hrsg.): Öffentliche Finanzen, Kredit und Kapital, Berlin, S. 515-537
- Hertner, P. (1994): Modern banking in Italy, in: European Association for Banking History e.V. (Hrsg.): Handbook on the history of European banks, Frankfurt am Main, S. 561-576
- Herz, B. (1993): Währungspolitische Asymmetrie im Europäischen Währungssystem, Baden-Baden
- Herz, B. (1999): Die Europäische Zentralbank muß sich auf eine Gratwanderung einrichten, in: Handelsblatt vom 07.04.1999, Nr. 66, S. 2
- Hesse, H./Braasch, B. (1994): Zum „optimalen“ Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Gahlen, B. et al. (Hrsg.): Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Tübingen, S. 161-183
- Hicks, J. (1974): The crisis in Keynesian economics, Oxford
- Hirschman, A. O. (1948): Inflation and deflation in Italy, in: American Economic Review, Vol. 38, No. 4, S. 598-606
- Hirschman, A. O./Rosa, R. V. (1949): Postwar credit controls in France, in: Federal Reserve Bulletin, Vol. 35, S. 348-360
- HMSO (1995): Aspects of Britain: Financial services, London
- HM Treasury/Bank of England (1980): Monetary control, A consultation paper, London, March
- Hodgman, D. R./Resek, R. W. (1989): Italian monetary policy and foreign exchange policy, in: Hodgman, D. R./Wood, G. E. (Hrsg.): Macroeconomic policy and economic interdependence, Basingstoke, S. 62-86
- Hossfeld, C. (1997): Das französische Bankwesen im Jahr 1995, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 50. Jg., Nr. 1, S. 34-37
- House of Commons Treasury and Civil Service Committee (1980): Memoranda on monetary policy, Session 1979-80, Volume 1, Reprint 1981, London
- Hubbard, R. G. (1994): Is there a „credit channel“ for monetary policy?, NBER Working Paper No. 4977, Cambridge/Mass.
- Huemer, S. (1997): Der Übergang des Finanzplatzes Paris zum Euro, in: Österreichisches Bankarchiv, 45. Jg., Nr. 9, S. 689-694
- Hughes-Hallett, A. J./Wren-Lewis, S. (1995): Y-a-t'il une vie hors du SME? L'expérience du Royaume-Uni, in: Economie Internationale, Vol. 63, Nr. 3, S. 31-54

- Hutter, H. (1998): Remsperger: Stabilitätsbewußte Geldmengenorientierung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 24.10.1998, Nr. 63, S. 1-2
- Icard, A. (1994a): The transmission of monetary policy in an environment of deregulation and exchange rate stability: The French experience, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 33, S. 87-103
- Icard, A. (1994b): Experience gained with monetary policy instruments in France, in: Der Wissenschaftliche Beirat des Instituts für bankhistorische Forschung (Hrsg.): Monetary policy instruments: National experiences and European perspectives, Frankfurt am Main, S. 12-21
- Icard, A. (1994c): Monetary policy and exchange rates: The French experience, in: Beaufort Wijnholds, J. de/Eijffinger, S./Hoogduin, L. H. (Hrsg.): A framework for monetary stability, Dordrecht u. a. O., S. 239-255
- Illing, G. (1997): Theorie der Geldpolitik: Eine spieltheoretische Einführung, Berlin u.a.O.
- Illing, G. (1998): Herausforderungen an die Europäische Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 8, S. 491-500
- Illing, G./Fecht, F. (1998): Konservativer Zentralbanker versus optimaler Zentralbankkontrakt – Eine spieltheoretische Analyse?, in: WISU - Das Wirtschaftsstudium, 27. Jg., Nr. 1, S. 84-93
- International Herald Tribune vom 26./27.05.1990: Italy's new money problem: The Lira is, yes, too strong, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 31.05.1990, Nr. 44, S. 8
- Issing, O. (1965): Leitwährung und internationale Währungsordnung, Berlin
- Issing, O. (1992): Theoretische und empirische Grundlagen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank, in: Wirtschaftsdienst, 72. Jg., Nr. 10, S. 537-548
- Issing, O. (1995): Europa: Politische Union durch gemeinsames Geld?, Köln
- Issing, O. (1996a): Einführung in die Geldpolitik, 6. Auflage, München
- Issing, O. (1996b): Bedingungen für stabiles Geld in Deutschland und Europa, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 31.01.1996, Nr. 6, S. 16-22
- Issing, O. (1997): Die Europäische Zentralbank – Das Problem der Glaubwürdigkeit, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 26.09.1997, Nr. 55, S. 6-11
- Issing, O. (1998a): The European Central Bank as a new institution and the problem of accountability, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 24.03.1998, Nr. 19, S. 1-7
- Issing, O. (1998b): Welche geldpolitische Strategie für die EZB?, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 11.05.1998, Nr. 29, S. 6-11
- Issing, O. (1998c): Monetary policy in EMU, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 08.10.1998, Nr. 60, S. 11-16

- IWF (1997): International capital markets: Developments, prospects, and key policy issues, World Economic and Financial Surveys, Washington D.C.
- Izzo, L./Spaventa, L. (1981): Macroeconomic policies in Western European countries: 1973-1977, in: Giersch, H. (Hrsg.): Macroeconomic policies for growth and stability: A European perspective, Tübingen, S. 73-136
- Jahnke, W./Reimers, H.-E. (1995): The transmission of monetary policy in the econometric model of the Deutsche Bundesbank for the German economy, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 381-404
- Jarchow, H.-J. (1993a): Diskretionäre Geldpolitik, Zeitinkonsistenz und Politikglaubwürdigkeit, in: WISU - Das Wirtschaftsstudium, 22. Jg., Nr. 2, S. 145-151
- Jarchow, H.-J. (1993b): Theorie und Politik des Geldes, Band I: Geldtheorie, 9. Auflage, Göttingen
- Jarchow, H.-J. (1995): Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Aussenwirtschaft, 50. Jg., Nr. III, S. 423-442
- Jeffreys, D. (1990): Why ERM entry could spell disaster for Britain, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 09.07.1990, Nr. 56, S. 9
- Jensen, H. (1997): Credibility of optimal monetary delegation, in: American Economic Review, Vol. 87, No. 5, S. 911-920
- Jochimsen, R. (1996): Koordinationsprobleme Europäischer Fachpolitiken: Das Beispiel der Geld- und Währungspolitik, in: Karl, H. (Hrsg.): Die Koordination der Finanz-, Währungs- und Strukturpolitik in der EU, Bonner Schriften zur Integration Europas, Band 7, Bonn, S. 79-116
- Johnson, C. (1991): The economy under Mrs. Thatcher: 1979-1990, London
- Johnson, C. (1994): The UK and the Exchange Rate Mechanism, in: Johnson, C./Collignon, S. (Hrsg.): The monetary economics of Europe: Causes of the EMS crisis, London, S. 84-102
- Johnson, C. (1996): In with the Euro, out with the Pound: The single currency for Britain, London
- Kaldor, N. (1980): Monetarism and UK monetary policy, in: Cambridge Journal of Economics, Vol. 4, S. 293-318
- Kaletsy, A. (1990): The pound is in their pocket, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 12.10.1990, Nr. 80, S. 9-10
- Kashyap, A. K./Stein, J. C. (1997): The role of banks in monetary policy: A survey with implications for the European monetary union, in: Economic Perspectives: A review from the Federal Reserve Bank of Chicago, September/October 1997, S. 2-18
- Keegan, W. (1984): Mrs. Thatcher's economic experiment, Harmondsworth
- Kenen, P. B. (1969): The theory of optimum currency areas: An eclectic view, in: Mundell, R. A./Svoboda, A. K. (Hrsg.): Monetary problems of the international economy, Chicago, S. 41-60

- Kenen, P. B. (1995): *Economic and monetary union in Europe: Moving beyond Maastricht*, Cambridge
- Keynes, J. M. (1925): *The economic consequences of Mr. Churchill*, in: *The Royal Economic Society* (Hrsg.): *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol. 9: *Essays in Persuasion*, S. 207-230 (Reprint 1972)
- Kieler, M./Saarenheimo, T. (1998): *Differences in monetary policy transmission? A case not closed*, European Commission Economic Paper No. 132, Brüssel/Luxemburg
- Kindleberger, C. (1993): *A financial history of Western Europe*, 2. Auflage, New York, Oxford
- King, M. (1993): *The Bundesbank: A view from the Bank of England*, in: *BEQB* (May 1993), Vol. 33, No. 2, S. 269-273
- King, M. (1994): *Monetary policy in the UK*, in: *Fiscal Studies*, Vol. 15, No. 3, S. 109-128.
- King, M. (1995): *Credibility and monetary policy: theory and evidence*, in: *BEQB* (February 1995), Vol. 35, No. 1, S. 84-91
- King, M. (1997): *Changes in the UK monetary policy: Rules and discretion in practice*, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, S. 81-97
- Klein, D. K. R. (1992): *Die Bankensysteme der EG-Länder*, 2. Auflage, Frankfurt am Main
- Klein, D. K. R. (1998): *Die Bankensysteme der EU-Länder*, 3. Auflage, Frankfurt am Main
- Clump, R. (1986): *Entstehung und Verwendung von Schlüsselwährungen: Theoretische Erklärungen, historische Erfahrungen, wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen*, Veröffentlichungen des HWWA-Instituts für Wirtschaftsforschung, Hamburg
- Knappe, K. (1998): *Instrumente der gemeinsamen Geldpolitik*, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): *Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Regionale und globale Herausforderungen*, Bonn, S. 219-233
- Knees-Bastaroli, T. (1997): *Der „kleine Bruder“ in Rom*, in: *Börsenzeitung* vom 20.06.1997, Nr. 115, S. 1
- Knees-Bastaroli, T. (1998): *Mezzogiorno statt Maastricht*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 24.03.1998*, Nr. 19, S. 16-17
- Knees-Bastaroli, T. (1999): *Italien braucht mehr EU-Druck*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 31.05.1999*, Nr. 37, S. 6-7
- Kneeshaw, J. T. (1995): *Analysis of answers to the questionnaire on financial structures, Non-financial sector balance sheets in the monetary policy transmission mechanism*, in: *BIZ* (Hrsg.): *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Basel, S. 1-58
- Kneeshaw, J. T./Van den Bergh, P. (1989): *Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s*, *BIZ Economic Paper* No. 23, Basel
- Köhler, C. (1998): *Der Start ins geldpolitische Neuland kann gelingen*, in: *Handelsblatt* vom 29.10.1998, Nr. 209, S. 49

- Krägenau, H. (1997): 40 Jahre Römische Verträge, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 4, S. 186-187
- Krägenau, H./Wetter, W. (1993): Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Vom Werner-Plan zum Vertrag von Maastricht, Baden-Baden
- Kregel, J. (1996): Consideration of some problems arising in the transition to the third stage of European monetary union, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Special Issue No. 1: European monetary union: The problems of the transition to a single currency, S. 121-135
- Krugman, P. (1993): Lessons of Massachusetts for EMU, in: Torres, F./Giavazzi, F. (Hrsg.): Adjustment and growth in the European Monetary System, Cambridge, S. 241-261
- Krum-Engels, M. (1999a): Geldpolitik vom Druck befreit, in: Handelsblatt vom 15.03.1999, Nr. 51, S. 2
- Krum-Engels, M. (1999b): Konjunkturgefälle in Europa erschwert die Geldpolitik, in: Handelsblatt vom 30.03.1999, Nr. 62, S. 51
- Krupp, H.-J. (1998): Geldpolitik und Beschäftigung in Europa, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 04.03.1998, Nr. 16, S. 6-11
- Kubista, B. (1997): Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: Bankinformation (Genossenschaftsforum), Nr. 11, S. 32-36
- Kuntze, O.-E. (1986): Großbritannien, in: ifo-Schnelldienst, 39. Jg., Nr. 34, S. 27-34
- Kuntze, O.-E. (1997): Frankreich, in: ifo-Schnelldienst, 50. Jg., Nr. 22, S. 39-52
- Kuper, S. (1997): Brown's Bank reforms boost pound, in: Financial Times vom 07.05.1997, S. 27
- Kusch, E. B. (1997): Der Prügelknabe heißt Deutschland, in: Handelsblatt vom 03.06.1997, Nr. 103, S. 8
- Kydland, F. E./Prescott, E. C. (1977): Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, in: Journal of Political Economy, Vol. 85, S. 473-491
- Lambert, R./Stephens, P./Peston, R./Wolf, M. (1997): Sprint to launch a marathon, in: Financial Times vom 07.05.1997, S. 15
- Lamfalussy, A. (1996): A new exchange rate mechanism (ERM II) to foster close policy co-ordination and exchange rate stability between the Euro area and the other EU countries in Stage Three of EMU, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 26.09.1996, Nr. 59, S. 10-12
- Lane, D. (1995a): Memory loss, in: The Banker, Vol. 145, Juli, S. 37
- Lane, D. (1995b): Awaiting Amato, in: The Banker, Vol. 145, August, S. 25-28
- Lane, D. (1996): Losers not choosers, in: The Banker, Vol. 146, Februar, S. 26-27
- Lane, D. (1997): There's a new numero uno, in: The Banker, Vol. 147, Dezember, S. 25-26
- Lane, T. (1985): The rationale for money-supply targets: A survey, in: Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 53, No. 2, S. 179-207



- Lapper, R./Kuper, S. (1997): Bonds leap as change is welcomed, in: *Financial Times* vom 07.05.1997, S. 8
- Lawson, N. (1992): The view from No. 11, London
- Leibfritz, W./Herrmann, A. (1990): Unterschiedliche Budgetdisziplin – Gefahr für die Europäische Währungsunion?, in: *ifo-Schnelldienst*, 43. Jg., Nr. 33, 26.11.1990, S. 16-20
- Leigh-Pemberton, R. (1990): Approaches to monetary integration in Europe, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 26.10.1990, Nr. 83, S. 2-4
- Leigh-Pemberton, R. (1993): A UK perspective, in: Temperton, P. (Hrsg.): *The European currency crisis: what chance now for a single European currency*, Cambridge, S. 287-296
- Lerch, W. (1983): Das „Experiment Barre“, Köln
- Lightfoot, W. (1997): Brown bets on sound money, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 14.05.1997, Nr. 28, S. 15-16
- Lindert, P. H. (1969): *Key currencies and gold 1900-1913*, Princeton
- Lohmann, S. (1992): Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility, in: *American Economic Review*, Vol. 82, No. 1, S. 273-286
- Lomax, D. (1991): Housing finance – an international perspective, in: *BEQB* (February 1991), Vol. 31, No. 1, S. 56-66
- Loriaux, M. (1991): *France after hegemony: International change and financial reform*, London
- Loureiro, J. M. (1996): *Monetary policy in the European monetary system: A critical appraisal*, Berlin
- Luce, E. (1999): Transparent debt management earns credit from market, in: *Financial Times* vom 02.04.1999, S. 12
- Lück, M. (1994a): Banca d'Italia - Italiens ökonomischer Ordnungshüter, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 47. Jg., Nr. 3, S. 116-118
- Lück, M. (1994b): Die Politik der Bank of England: Whitehall entscheidet, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 47. Jg., Nr. 7, S. 312-317
- Lück, M. (1994c): Die Rechtsstellung der Banque de France, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 47. Jg., Nr. 9, S. 418-424
- Lück, M. (1998): *Zentralbankpolitik in Italien*, Frankfurt am Main
- Lumpkin, S. L. (1999): Impact of the Euro on financial markets, in: *OECD* (Hrsg.): *Financial Market Trends*, No. 72, February, S. 21-37
- Mader, R. (1989): Die Mindestreservpolitik im internationalen Vergleich, in: *Die Bank*, 29. Jg., Nr. 3, S. 128-133
- Makinen, G. E./Woodward, G. T. (1989): A monetary interpretation of the Poincaré stabilisation of 1926, in: *Southern Economic Journal*, Vol. 56, S. 191-211
- Marquardt, R.-M. (1999): Die Geldmengenstrategie wird mehr und mehr entzaubert, in: *Handelsblatt* vom 16./17.04.1999, Nr. 73, S. 2

- Marsh, D. (1994): *Germany and Europe: the crisis of unity*, London
- Martin, P. (1998): Europe boldly goes, in: *Financial Times* vom 28./29.03.1998, S. 6
- Marzano, A. (1990): Monetary policy and public finance in the eighties, in: *Review of Economic Conditions in Italy*, Vol. 44, No. 3, S. 323-337
- Marzano, A. (1995): The European monetary system crisis: Causes and agendas, in: Baldassarri, M./Modigliani, F. (Hrsg.): *The Italian economy: What next?*, Rom, S. 185-194
- Masera, R. (1981): The interaction between money, the exchange rate and prices: The Italian experience of the 1970s, in: Courakis, A. S. (Hrsg.): *Inflation, depression and economic policy in the West*, London, S. 233-247
- Masera, R. (1983): Inflation, stabilization and economic recovery in Italy after the war: Vera Lutz's assessment, in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 36, No. 144, S. 29-50
- Masson, P. R. (1995a): Modelling credibility: An application to the United Kingdom, in: Bordes, C./Girardin, E./Mélitz, J. (Hrsg.): *European currency crises and after*, Manchester, New York, S. 134-152
- Masson, P. R. (1995b): Gaining and losing ERM credibility: The case of the United Kingdom, in: *Economic Journal*, Vol. 105, S. 571-582
- Matthews, K./Minford, P. (1987): Mrs Thatcher's economic policies 1979-1987, in: *Economic Policy*, Vol. 2, No. 5, S. 59-101
- Mauri, E. (1995): Das neue italienische Bankgesetz, in: *Die Bank*, 35. Jg., Nr. 1, S. 44-48
- Mayer, T. (1998): Der Geldpolitik mit den Finanzen helfen, in: *FAZ* vom 30.03.1998, Nr. 75, S. 32
- McCallum, B. T. (1987): The case for rules in the conduct of monetary policy: A concrete example, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123. Jg., S. 415-429
- McCallum, B. T. (1995): Two fallacies concerning central bank independence, in: *American Economic Review*, Vol. 85, No. 2, S. 207-211
- McCallum, B. T. (1997): Crucial issues concerning central bank independence, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, S. 99-112
- McCauley, R. N./White, W. R. (1997): *The Euro and European financial markets*, BIZ Working Paper No. 41, Basel
- McCrone, G./Stephens, M. (1995): *Housing policy in Britain and Europe*, London
- McKay, J. (1997): Evaluating the EMU criteria: Theoretical constructs, member compliance and empirical testing, in: *KYKLOS*, Vol. 50, Nr. 1, S. 63-82
- McKinnon, R. (1993): The rules of the game – international money in historic perspective, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, S. 1-44
- McRae, H. (1998): Some parts of Europe will be stuck with the wrong interest rates, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln vom 17.03.1998*, Nr. 18, S. 4-5
- Mélitz, J. (1986): Comment on Cottarelli et al., in: *Economic Policy*, Vol. 1, No. 3, S. 698-700

- Méltitz, J. (1990): Financial deregulation in France, in: *European Economic Review*, Vol. 34, S. 394-402
- Méltitz, J. (1991): Monetary policy in France, CEPR Discussion Paper No. 509, London
- Méltitz, J. (1995): French monetary policy and recent speculative attacks on the Franc, in: *Economic Notes*, Vol. 24, No. 3, S. 619-634
- Menkhoff, L. (1995): Offenmarkt- oder Refinanzierungspolitik für Europa?, in: *Wirtschaftsdienst*, 75. Jg., Nr. 6, S. 313-319
- Micossi, S./Milesi-Ferretti, G. M. (1994): Real exchange rates and the prices of non-tradable goods, IMF Working Paper No. 19, Washington D.C.
- Micossi, S./Padoan, P. C. (1995): Italy in the EMS: After crisis, salvation?, in: Baldassarri, M./Modigliani, F. (Hrsg.): *The Italian economy: What next?*, Rom, S. 131-160
- Miles, D. (1994): Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad, in: *BEQB* (February 1994), Vol. 34, No. 1, S. 34-45
- Miller, H. S. (1940): Italian monetary and exchange policies under facism, in: *American Economic Review*, Vol. 30, No. 3, S. 554-560
- Miller, M./Sutherland, A. (1990): The „Walters critique“ of the EMS: A case of inconsistent expectations, CEPR Discussion Paper No. 480, London
- Minford, P. (1990): Inflation and monetary policy, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 6, No. 4, S. 62-76
- Minford, P. (1993): The United Kingdom, in: Fratianni, M./Salvatore, D. (Hrsg.): *Monetary policy in developed countries*, Westport, S. 405-431
- Mishkin, F. S. (1996): The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy, NBER Working Paper No. 5464, Cambridge/Mass.
- Mishkin, F. S. (1999): International experiences with different monetary policy regimes, NBER Working Paper No. 6965, Cambridge/Mass.
- Mishkin, F. S./Posen, A. S. (1997): Inflation targeting: Lessons from four countries, NBER Working Paper No. 6126, Cambridge/Mass.
- Modery, W. (1996): Internationale währungspolitische Arrangements auf dem Prüfstand ökonomischer Effizienz, Frankfurt am Main
- Molho, L. E. (1991): The Italian Lira in the narrow ERM band: The challenge of credibility, IMF Working Paper No. 19, Washington D.C.
- Monti, M./Padoa-Schioppa, T. (1981): Structural changes and cyclical behaviour of the Italian banking system, in: Courakis, A. S. (Hrsg.): *Inflation, depression and economic policy in the West*, London, S. 217-231
- Moore, B. (1988): Unpacking the post-keynesian black box: Wages, bank lending and money supply, in: Arestis, P. (Hrsg.): *Post-keynesian monetary economics: New approaches to financial modelling*, Hants, S. 122-151
- Moore, P. (1996): The quest for a risorgimento, in: *Euromoney*, September, S. 356-360

- Moran, M. (1982): *The politics of banking: The strange case of competition and credit control*, New York
- Moutot, P. (1997): *The monetary framework for the European monetary union*, in: *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Vol. 23, Nr. 3, S. 232-241
- Müller, C./Buscher, H. S. (1999): *The impact of monetary instruments on shock absorption in EU-countries*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim
- Müller, H. (1997): *Euro-Poker: Zur politischen Ökonomie der Auswahl der EWU-Teilnehmer*, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 42. Jg., Nr. 6, S. 704-713
- Münchau, W. (1997): *Big obstacle to EMU membership removed*, in: *Financial Times* vom 07.05.1997, S. 8
- Münchau, W./Luce, E. (1999): *Duisenberg hints at euro conflict*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 08.01.1999, Nr. 2, S. 5
- Münster, W. (1990): *Die D-Mark bekommt Verbündete*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 09.10.1990, Nr. 79, S. 3-4
- Münster, W. (1998): *Gefangen in der Schuldenfalle*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 30.03.1998, Nr. 21, S. 10-11
- Mundell, R. (1961): *A theory of optimum currency areas*, in: *American Economic Review*, Vol. 51, S. 657-665
- Muscattelli, V. A./Papi, L. (1990): *Cointegration, financial innovation and modelling the demand for money in Italy*, in: *The Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol. 58, No. 3, S. 242-259
- Muscattelli, V. A./Spinelli, F. (1996a): *Gibson's paradox and policy regimes: A comparison of the experience in the US, UK and Italy*, in: *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 43, No. 4, S. 468-492
- Muscattelli, V. A./Spinelli, F. (1996b): *Modelling monetary trends in Italy using historical data: The demand for broad money 1861-1990*, in: *Economic Inquiry*, Vol. 34, Juli, S. 579-596
- Naouri, J.-C. (1989): *La réforme du financement de l'économie*, in: *La Revue Banque*, Nr. 459, S. 211-221
- Nardozzi, G. (1983): *Structural trends of financial systems and capital accumulation: France, Germany, Italy*, European Commission Economic Paper No. 14, Mai
- Nederlandsche Bank (1998): *Recommendations of the advise of the Nederlandsche Bank on the start of the third stage of EMU*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 30.03.1998, Nr. 21, S. 21-22
- Nell, J. (1996): *Should Britain join? Yes*, in: *Central Banking*, Vol. II, No. 2, S. 50-56
- Neue Züricher Zeitung vom 09.04.1999: *Unnötige Konjunkturspritze*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* vom 09.04.1999, Nr. 22, S. 7
- Neumann, M. J. (1995): *What do we know about how monetary policy affects the economy*, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77, No. 3, S. 3-25

- Nicoletti Altimari, S./Rinaldi, R./Siviero, S./Terlizzese, D. (1995): Monetary policy and the transmission channels in the Bank of Italy's quarterly econometric model, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 405-434
- Nölling, P. (1997): Großbritanniens Geldordnung im Konflikt mit der Europäischen Währungsunion, Baden-Baden
- Nölling, W. (1993): Monetary policy in Europe after Maastricht, Houndmills
- Noyer, C. (1998): A stability-oriented monetary policy strategy, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 10.12.1998, Nr. 73, S. 11-14
- OECD (Hrsg.) (1999): Economic Surveys: Italy 1999, Paris
- Ohr, R. (1990a): EWS: Gemeinsamkeiten und Unterschiede zum Bretton-Woods-System, in: Hasse, R. H./Schäfer, W. (Hrsg.): Europäische Zentralbank: Europas Währungspolitik im Wandel, Gütersloh, S. 32-52
- Ohr, R. (1990b): Alte und neue Erfahrungen mit festen Wechselkursen: Bretton-Woods-System versus EWS, in: WiSt - Das wirtschaftswissenschaftliche Studium, Nr. 10, S. 509-512
- Ohr, R. (1993a): Die ökonomische Kritik am Vertrag von Maastricht, in: Wirtschaftspolitische Blätter, 40. Jg., Nr. 1, S. 27-37
- Ohr, R. (1993b): Europäische Währungsunion - ein richtiger Schritt für Europa?, in: Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M. (Hrsg.): Währungsunion oder Währungsschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 1-12
- Ohr, R. (1996a): Monetäre Steuerungsprobleme in einer Europäischen Währungsunion, in: Zohlhöfer, W. (Hrsg.): Europa auf dem Weg zur Politischen Union?, Berlin, S. 75-87
- Ohr, R. (1996b): Eine Alternative zum Maastricht-Fahrplan, in: Wirtschaftsdienst, 76. Jg., Nr. 1, S. 24-30
- Ohr, R. (1996c): Zur Fiskaldisziplin in der Europäischen Währungsunion, in: Kantzenbach, E. (Hrsg.): Staatsüberschuldung, Göttingen, S. 103-114
- Ohr, R. (1996d): Europäische Währungspolitik, in: Ohr, R. (Hrsg.): Europäische Integration, Stuttgart, S. 201-233
- Ohr, R. (1998): Gesamtwirtschaftliche Risiken der Europäischen Währungsunion, in: von Stein, J. H. (Hrsg.): Handbuch Euro, München, S. 15-30
- Onado, M. (1996): The Italian financial system and the challenges of the Investment Services Directive, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 50, No. 1, S. 89-103
- Onofri, P./Tomasini, S. (1992): France and Italy: a tale of two adjustments, in: Barrell, R. (Hrsg.): Economic convergence and monetary union in Europe, London, S. 70-97
- o.V. (1994): Fiscal developments in the United Kingdom since 1945, in: Europäische Kommission (Hrsg.): European Economy: Towards greater fiscal discipline, Nr. 3, S. 281-305

- o.V. (1997): The Bank of England in a brutal break-up, in: *Central Banking*, Vol. 8, No. 1, S. 19-25
- Padoa-Schioppa, T. (1987): Reshaping monetary policy, in: Dornbusch, R./Fischer, S. (Hrsg.): *Macroeconomics and finance. Essays in honor of Franco Modigliani*, Cambridge/Mass., S. 265-286
- Padoa-Schioppa, T. (1997): Italy in 1997: the economy in perspective, in: BIEB (February 1997), No. 24, S. 107-113
- Pagano, M. (1988): The management of public debt and financial markets, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): *High public debt: the Italian experience*, Cambridge u.a.O., S. 135-166
- Paisley, J. (1994): The interest rate transmission mechanism, in: BIZ (Hrsg.): *National differences in interest rate transmission*, Basel, S. 265-289
- Papadia, F./Vona, S. (1988): Exchange rate management and monetary policy: Issues raised by the Italian experience, in: BIZ (Hrsg.): *Exchange market intervention and monetary policy*, Basel, S. 97-133
- Paprotzki, M. (1991): Die geldpolitischen Konzeptionen der Bank von England und der Deutschen Bundesbank. Eine Analyse über den Einfluß des monetaristischen Paradigmas, Frankfurt am Main u.a.O.
- Parkin, M. (1982): Mrs. Thatcher's monetary policy: 1979-1982, in: *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, Band 33, S. 61-80
- Passacantando, F. (1996): Building an institutional framework for monetary stability: the case of Italy (1979-1994), in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 48, No. 196, S. 83-132
- Patat, J.-P. (1996): Bedingungen und Instrumente der währungspolitischen Koordination, in: *Sparkasse*, 113. Jg., Nr. 4, S. 160-163
- Patat, J.-P./Lutfalla, M. (1990): *A monetary history of France in the twentieth century*, Basingstoke
- Pauer, F. (1996): Will asymmetric shocks pose a serious problem in EMU?, Österreichisches Nationalbank Working Paper No. 23, Wien
- Pawley, M. (1993): *Financial innovation and monetary policy*, London
- Pennant-Rea, R. (1995): The Bank of England: Yesterday, today, tomorrow, in: Roberts, R./Kynaston, D. (Hrsg.): *The Bank of England: Money, power and influence 1694-1994*, Oxford, S. 217-224
- Pennant-Rea, R. (1997): The ostrich and the EMU: Policy choices facing the UK, Report of an independent panel chaired by R. Pennant-Rea, CEPR, London
- Persson, T. (1988): Credibility of macroeconomic policy: An introduction and a broad survey, in: *European Economic Review*, Vol. 32, S. 519-532
- Persson, T./Tabellini, G. (1990): *Macroeconomic policy, credibility and politics*, London u.a.O.
- Persson, T./Tabellini, G. (1993): *Designing institutions for monetary stability*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39, S. 53-84



- Piller, T. (1999): In Italien war die Zentralbank bisher Kaderschmiede für die Elite unter den Ökonomen, in: FAZ vom 17.02.1999, Nr. 40, S. 31
- Pittorino, G. (1995): Transition, evolution and/or revolution in Italian politics, in: Baldassarri, M./Modigliani, F. (Hrsg.): The Italian economy: What next?, Rom, S. 23-42
- Plessis, A. (1994): The history of banks in France, in: European Association for Banking History (Hrsg.): Handbook on the history of European banks, Frankfurt am Main, S. 185-194
- Pollard, S. P (1993): Central bank independence and economic performance, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review, No. 75, S. 21-36
- Posen, A. S. (1993): Why central bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics, in: Amex Bank Review, o. Jg., S. 40-65
- Prati, A. (1991): Poincaré's stabilisation: Stopping a run on government debt, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 27, S. 213-239
- Prati, A./Schinasi, G. J. (1997a): European monetary union and international capital markets: Structural implications and risks, IMF Working Paper No. 62, Washington D.C.
- Prati, A./Schinasi, G. J. (1997b): Welchen Einfluß wird die EWU auf die europäischen Wertpapiermärkte haben?, in: Finanzierung & Entwicklung, Vol. 4, No. 3, S. 43-46
- Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 01.12.1998: Der quantitative Referenzwert für das Geldmengenwachstum im Jahr 1999, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 02.12.1998, Nr. 71, S. 7-8
- Pressemitteilung des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft – Europäischer Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit vom 18.09.1987, abgedruckt in Krägenau, H./Wetter, W. (1993): Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Vom Werner-Plan zum Vertrag von Maastricht, Baden-Baden, S. 128
- Pringle, R. (1996): Birthpangs of a new currency, in: Central Banking, Vol. 7, No. 1, S. 21-28
- Quintyn, M. (1991): From direct to indirect monetary policy instruments: The French experience reconsidered, IMF Working Paper No. 33, Washington D.C.
- Quintyn, M. (1993): Managing monetary policy reforms. Lessons from the French experience, in: Banca Nazionale de Lavoro Quarterly Review, Vol. 46, No. 186, S. 275-298
- Quintyn, M. (1994): Government securities versus central bank securities in developing open market operations: evaluation and need for coordinating arrangements, IMF Working Paper No. 62, Washington D.C.
- Ramaswamy, R./Sloek, T. (1998): The real effects of monetary policy in the European Union: What are the differences?, IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 2, S. 374-396

- Ramm, U. (1999): Kein Paradigmawechsel, in: Handelsblatt vom 03.05.1999, Nr. 101, S. 35
- Raymond, R. (1982): The formulation and implementation of monetary policy in France, in: Meek, P. (Hrsg.): Central bank views on monetary targeting, Papers presented at a Conference held at the Federal Reserve Bank of New York, New York, S. 105-114
- Raymond, R. (1990): Money market and monetary policy, in: De Boissieu, C. (Hrsg.): Banking in France, London und New York, S. 26-50
- Raymond, R. (1992): The effects of financial innovation and deregulation on French monetary policy, in: Frowen, S. F./Kath, D. (Hrsg.): Monetary policy and financial innovations in five industrial countries: The UK, the USA, West Germany, France and Japan, Basingstoke, S. 82-99
- Rebelo, S. (1994): Discussion, in: Economic Policy, Vol. 18, S. 174-178
- Redon, M./Besnard, D. (1991): La Banque de France, 2. Auflage, Paris
- Rees-Mogg, W. (1990): Right time and wrong for ERM, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 19.09.1990, Nr. 71, S. 7
- Reither, F. (1998): Eine geldpolitische Strategie für die Europäische Zentralbank, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 207-218
- Remsperger, H. (1998a): Die Refis aus dem großen Pool, in: FAZ vom 19.01.1998, Nr. 15, S. 30
- Remsperger, H. (1998b): Geheimnis und Transparenz in der Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 15.12.1998, Nr. 74, S. 1-7
- Remsperger, H. (1999a): Europäische Geldpolitik und nationale Wirtschaftspolitik, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 13.04.1999, Nr. 23, S. 6-13
- Remsperger, H. (1999b): Banken und Finanzmärkte aus geldpolitischer Sicht, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 04.05.1999, Nr. 29, S. 1-6
- Reszat, B. (1990): Großbritannien im EWS, in: Wirtschaftsdienst, 70. Jg., Nr. 11, S. 581-584
- Rezmer, A. (1997): Notenbanker hinken zum Euro, in: Handelsblatt vom 02.06.1997, Nr. 102, S. 27
- Riecke, T. (1997): Tony Blairs sauberer Blitzstart, in: Handelsblatt vom 08./09.08.1997, Nr. 151, S. 2
- Riese, H. (1993): Schwäche des Pfundes und Versagen der Deutschen Mark – Anmerkungen zur gegenwärtigen Krise des Europäischen Währungssystems, in: Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M. (Hrsg.): Währungsunion oder Währungsschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 161-188
- Riley, B. (1997): Gilt come out from behind the barricades, in: Financial Times vom 07.05.1997, S. 17

- Robert, A./Patat, J.-P. (1988): Exchange market management and monetary policy in France, in: BIZ (Hrsg.): Exchange market intervention and monetary policy, Basel
- Rogoff, K. (1985): The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, S. 1169-1190
- Rose, A. K./Svensson, L. E. O. (1994): Exchange rate credibility before the fall, in: *European Economic Review*, Vol. 38, S. 1185-1216
- Rossi, E./Stolfi, F. (1985): Recent developments in the instruments for the control of bank liquidity, in: *Review of Economic Conditions in Italy*, Vol. 39, No. 2, S. 273-286
- Roth, G. (1989): *Britische Geldpolitik 1971-1986. Analyse und kritische Bewertung*, Frankfurt am Main u.a.O.
- Ruckriegel, K. (1997): Europäisches System der Zentralbanken (ESZB), in: *WISU - Das Wirtschaftsstudium*, 26. Jg., Nr. 12, S. 1135-1138
- Rübel, G. (1997): „Währungsklubs“ – eine Alternative zum Euro? , in: *Wirtschaftsdienst*, 77. Jg., Nr. 9, S. 533-537
- Rule, D. (1997): Monetary policy implementation in EMU – a Bank of England perspective on the EMI's proposals, in: *BEQB* (February 1997), Vol. 37, No. 1, S. 57-62
- Sacchi Morsiani, G. (1990): Italien, in: *Deutscher Sparkassen- und Giroverband* (Hrsg.): *Kreditinstitute im europäischen Binnenmarkt 1993*, Stuttgart, S. 195-221
- Sachs, J. D. (1979): Wage, profits, and macroeconomic adjustment: A comparative study, in: *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 2, S. 269-319
- Sachs, J. D./Wyplosz, C. (1986): The economic consequences of President Mitterand, in: *Economic Policy*, Vol. 1, No. 2, S. 261-322
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1998): *Vor weitreichenden Entscheidungen, Jahresgutachten 1998/99*, Stuttgart
- Saint-Paul, G. (1993): Real and monetary aspects of French exchange rate policy under the Fourth Republic, *CEPR Discussion Paper No. 799*, London
- Salmon, F. (1996): Why French banks need a shake-out, in: *Euromoney*, September, S. 103-110
- Salvemini, M. T. (1983): The Treasury and the money market: The new responsibilities after the divorce, in: *Review of Economic Conditions in Italy*, Vol. 37, No.1, S. 33-54
- Samuelson, P. A. (1964): Theoretical notes on trade problems, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol. 46, S. 145-154
- Santini, C. (1993): An Italian perspective, in: *Temperton, P. (Hrsg.): The European currency crisis: what chance now for a single European currency*, Cambridge, S. 235-246

- Sarcinelli, M. (1995): Italian monetary policy in the '80s and '90s: The revision of the *modus operandi*, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 48, No. 195, S.397-422
- Sarcinelli, M. (1996a): The Italian financial system in the mid-1990s: A difficult transition, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 49, No. 196, S. 3-35
- Sarcinelli, M. (1996b): Bets off for '99, in: The Banker, Vol. 146, März, S. 14-15
- Sargent, T. (1986): Stopping moderate inflations: The methods of Poincaré and Thatcher, in: Derselbe (Hrsg.): Rational expectations and inflation, New York, S. 110-157
- Scamacci, P. (1994): Italiens Bankwesen im Rahmen der europäischen Finanzmarktintegration, in: Österreichisches Bank-Archiv, 42. Jg., Nr. 12, S. 935-938
- Scharrer, H.-E. (1990): Mrs. Thatchers Schachzug, in: Wirtschaftsdienst, 70. Jg., Nr. 10, S. 492
- Scharrer, H.-E. (1997): Falsche Weichenstellungen für den Euro, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 6, S. 310-311
- Schich, S./Kennedy, M./Terribile, F./Christiansen, H. (1999): Challenges for the ECB, in: OECD (Hrsg.): Financial Market Trends, No. 72, February, S. 67-83
- Schieber, H./Heinbücher, R. (1996): Finanzmarktstrukturen, Zahlungsverkehrssysteme und Geldpolitik: Nationale Erfahrungen und Implikationen für die EZB, in: Bofinger, P. (Hrsg.): Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für Norbert Kloten, Tübingen, S. 325-346
- Schiemann, J. (1994): Eine autonome Zentralbank für Europa? in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Maastricht: Königsweg oder Irrweg zur Wirtschafts- und Währungsunion?, Europäische Schriften des Instituts für Europäische Politik, Band 72, Bonn, S. 307-339
- Schlesinger, H. (1991): Der Weg zu einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst, 71. Jg., Nr. 5, S. 232-238
- Schmidhuber, P. M. (1995): Europäische Union: Geldwertstabilität als realisierbare politische und wirtschaftliche Orientierungsgröße, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 12.06.1995, Nr. 43, S. 2-5
- Schmidhuber, P. M. (1999): Geldpolitik in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Sparkasse, 116. Jg., Nr. 1, S. 12-15
- Schmidt, R. H. (1999): Differences between financial systems in European countries: Consequences for EMU, Working Paper Series: Finance & Accounting No. 35, Universität Frankfurt am Main
- Schmidt, R. H./Hackethal, A./Tyrell, M. (1997): Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison, Working Paper No. 10, Universität Frankfurt am Main
- Schmieding, H. (1998): Sich wappnen für den ersten Schock, in: FAZ vom 23.02.1998, Nr. 45, S. 24
- Schmieding, H. (1999): Niedrige Zinsen, weicher Euro, in: FAZ vom 19.04.1999, Nr. 90, S. 35

- Schmitt, T. (1997): Labours Marsch in die Währungsunion, in: Handelsblatt vom 07.05.1997, Nr. 87, S. 2
- Schröder, H. (1994): EWWU und europäischer Finanzmarkt, in: Caesar, R./Scharer, H.-E. (Hrsg.): Maastricht: Königsweg oder Irrweg zur Wirtschafts- und Währungsunion?, Europäische Schriften des Instituts für Europäische Politik, Band 72, Bonn, S. 358-377
- Schuberth, H./Wehinger, G. (1998): Room for manoeuvre of economic policy in EU countries: Are there costs of joining EMU? Österreichisches Nationalbank Working Paper No. 35, Wien
- Schulz, B. (1997a): Näher an die Währungsunion, in: FAZ vom 09.05.1997, Nr. 106, S. 12
- Schulz, B. (1997b): Die Zweifler an der Stabilität des Euro fühlen sich bestätigt, in: FAZ vom 23.06.1997, Nr. 142, S. 23
- Schulz, B. (1997c): Britische Großbanken straucheln im Investmentbanking, in: FAZ vom 08.10.1997, Nr. 233, S. 25
- Schulz, B. (1997d): Spekulationen über englischen Beitritt bewegen die Märkte, in: FAZ vom 29.09.1997, Nr. 226, S. 31
- Sell, F. L. (1996): Ein Europa der zwei Geschwindigkeiten: Wie (in)stabil wäre eine solche Lösung?, in: Wirtschaftsdienst, 76. Jg., Nr. 6, S. 317-320
- Sherman, H. (1990): Conclusions and prospects for EMU, in: Sherman, H. (Hrsg.): Monetary implications of the 1992 process, New York, S. 148-164
- Shirreff, D. (1996): Le noeud de vipères, in: Euromoney, August, S. 40-42
- Siebert, H. (1992): Bedingungen für eine stabile europäische Währung, in: Die Weltwirtschaft, o. Jg., Nr. 1, S. 40-49
- Siebert, H. (1997): Stabilitätspakt – Die Geldpolitik in der Währungsunion entpolitilisieren, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 1, S. 7-10
- Siebert, H. (1998): The Euro: A dozen do's and don't's, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 312, Kiel
- Sievert, O. (1996): Probleme im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, Dresdner Beiträge zur Volkswirtschaft Nr. 7, Technische Universität Dresden
- Sievert, O. (1997): Währungsunion und Beschäftigung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 14.02.1997, Nr. 9, S. 6-14
- Smets, F. (1995): Central bank macroeconomic models and the monetary policy transmission mechanism, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 225-266
- Smith, D. (1987): The rise and fall of monetarism, Harmondsworth
- Spahn, H.-P. (1994): Ziele und Zwischenziele der Geldpolitik, in: WSI-Mitteilungen, 47. Jg., Nr. 11, S. 690-698
- Spahn, H.-P. (1995): Die Krise des EWS und die brüchigen Grundlagen der Leitwährungsordnung, in: Thomasberger, C. (Hrsg.): Europäische Geldpolitik zwischen Marktzwängen und neuen institutionellen Regelungen: Zur politischen Ökonomie der europäischen Währungsintegration, Marburg, S. 171-196

- Spahn, H.-P. (1996): Makroökonomie: Theoretische Grundlagen und stabilitätspolitische Strategien, Berlin u.a.O.
- Spahn, H.-P. (1997): Credibility, reputation, and the instability of the EMS, in: Cohen, A. J./Hagemann, H./Smithin, J. (Hrsg.): Money, financial institutions and macroeconomics, Boston, S. 235-251
- Spahn, H.-P. (1998): Geldpolitik als Spiel gegen den Markt: Zur Kritik des mikroökonomischen Optimierungsansatzes in der Theorie makroökonomischer Stabilisierung, Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim Nr. 160, Stuttgart
- Spaventa, L. (1983): Two letters of intent: External crisis and stabilization policy, Italy, 1973-77, in: Williamson, J. (Hrsg.): IMF conditionality, Washington D.C., S. 441-473
- Spaventa, L. (1988): Introduction: is there a public debt problem in Italy?, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): High public debt: the Italian experience, Cambridge u.a.O., S. 1-24
- Spaventa, L. (1995): The European environment and the Italian policy mix or the astuteness of history (A non-Treasury view), in: Baldassarri, M./Modigliani, F. (Hrsg.): The Italian economy: What next?, Rom, S. 113-129
- Spencer, P. (1997): Monetary integration and currency substitution in the EMS: The case for a European monetary aggregate, in: European Economic Review, Vol. 41, S. 1403-1419
- Spinelli, F./Fratianni, M. (1991): La storia monetaria d'Italia, Mailand
- Spinelli, F./Tirelli, P. (1993): Italy, in: Fratianni, M./Salvatore, D. (Hrsg.): Monetary policy in developed countries, Amsterdam, S. 371-403
- Sraffa, P. (1920): Monetary inflation in Italy during and after the war, englische Übersetzung durch Harcourt, W. J./Sardoni, C. (1993), in: Cambridge Journal of Economics, Vol. 17, S. 7-26
- Steltzner, H. (1998): Rätselraten über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, in: FAZ vom 02.03.1998, Nr. 51, S. 36
- Steuer, W. (1997): Gibt es eine europäische Stabilitätskultur?, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 2, S. 86-93
- Stiehler, U. (1995): The new monetary policy framework of the United Kingdom, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, Januar 1995, Nr. 1, Washington D.C.
- Svensson, L. E. O. (1993): The simplest test of inflation target credibility, NBER Working Paper No. 4604, Cambridge/Mass.
- Svensson, L. E. O. (1995): Optimal inflation targets, „conservative“ central banks, and linear inflation contracts, NBER Working Paper No. 5251, Cambridge/Mass.
- Swoboda, A. (1981): Exchange-rate flexibility in practice: A selective survey of experience from 1973 to 1979, in: Giersch, H. (Hrsg.): Macroeconomic policies for growth and stability: A European perspective, Tübingen, S. 143-179
- Szymczak, P. (1990): Bank profitability in France, in: De Boissieu, C. (Hrsg.): Banking in France, London und New York, S. 102-135



- Tabellini, G. (1988): Monetary and fiscal policy coordination with a high public debt, in: Giavazzi, F./Spaventa, L. (Hrsg.): High public debt: the Italian experience, Cambridge u.a.O., S. 90-126
- Taylor, J. B. (1979): Staggered wage setting in a macro model, in: American Economic Review, Vol. 69, No. 2, S. 108-113
- Taylor, J. B. (1993): Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy, Vol. 39, S. 195-214.
- Taylor, M. (1998): Flawed independence for the Bank of England, in: Central Banking, Vol. 8, No. 4, S. 27-31.
- Taylor, R. (1999): France, Italy urge pact for EU growth, in: Financial Times vom 21.04.1999, S. 3.
- Temperton, P. (1991): UK monetary policy: The challenge for the 1990s, Basingstoke, London
- Temperton, P. (1997): The bond markets of the United Kingdom, in: Battley, N. (Hrsg.): The European bond markets: An overview and analysis for money managers and traders, 6. Auflage, London u.a.O., S. 1453-1535
- Thatcher, M. (1993): The Downing Street years, London
- Théron, M. (1983): Die französische Geld- und Währungspolitik während der letzten zehn Jahre, in: Ehrlicher, W./Duwendag, D. (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik im Umbruch, Baden-Baden, S. 129-158
- Theurl, T. (1997): Europäische Währungsunion: Determinanten der monetären Glaubwürdigkeit, in: Aussenwirtschaft, 52. Jg., Nr. 3, S. 387-407
- Thomasberger, C. (1990): Vom „kranken Mann Europas“ zur dynamischen Industrialisation: Das „Modell Italien“ und der Einfluß des EWS, in: Spahn, H.-P. (Hrsg.): Wirtschaftspolitische Strategien: Probleme ökonomischer Stabilität und Entwicklung in Industrieländern und der Europäischen Gemeinschaft, Studien zur Monetären Ökonomie, Band 7, Regensburg, S. 195-217
- Tietmeyer, H. (1994): Monetary policy instruments: national experiences and European perspectives, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 13.06.1994, Nr. 41, S. 1-2
- Tietmeyer, H. (1996): Währung und Wirtschaftsordnung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 15.01.1996, Nr. 3, S. 1-3
- Tietmeyer, H. (1999): Herausforderungen und Probleme europäischer Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 08.01.1999, Nr. 2, S. 1-3
- Treutler, H.-J. (1993): Five years to prepare the final stage of EMU: A German view, in: Gebauer, W. (Hrsg.): Foundations of European central bank policy, Heidelberg, S. 103-118
- Tryon, R. W. (1995): Monetary policy in a multi-country econometric model with rational expectations, in: BIZ (Hrsg.): Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, Basel, S. 582-603

- Uctum, M. (1992): Financial integration and the transmission of monetary policy: The case of France, Germany and Italy, Federal Reserve Bank of New York Research Paper No. 9217, September
- Uhlig, A. (1997): Mehr Symmetrie für die Bank von England, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln vom 16.06.1997, Nr. 34, S. 15-16
- UK Treasury (1980): Financial Statement and Budget Report 1980-81, London
- Unser, M./Oehler, A. (1997): Elektronische Börsen, in: WiSt – Das wirtschaftswissenschaftliche Studium, 26. Jg., Nr. 7, S. 367-370
- Vaciago, G. (1989): The new market in government securities: Efficiency and liquidity, in: Review of Economic Conditions in Italy, Vol. 43, No. 1, S. 43-59
- Vaciago, G. (1990): Entwicklung der italienischen Geldpolitik: Vergangenheit und Zukunft, in: Clauser, O. (Hrsg.): Finanz, Industrie und Währung in Italien und im deutschsprachigen Raum, Berlin, S. 203-213
- Vaubel, R. (1979): Die Rückkehr zum neuen Europäischen Währungssystem, in: Wirtschaftsdienst, 59. Jg., Nr. 1, S. 25-30.
- Vaubel, R. (1997): Kein Pakt für Preisstabilität, Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 1, S. 10-12
- Vergi, W./Trezzi, L. (1997): The bond markets of Italy, in: Battley, N. (Hrsg.): The European bond markets: An overview and analysis for money managers and traders, 6. Auflage, London u.a.O., S. 853-915
- Veverka, F. (1989): The implications of European financial integration for France, in: van den Bempt, P./Quintyn, M. (Hrsg.): European financial integration and monetary cooperation, S. 89-106
- Volz, J. (1988): Italiens wirtschaftliche Renaissance in den 80er Jahren - Entwicklung, Probleme, Perspektiven, in: DIW-Wochenbericht, 55. Jg., Nr. 51-52, S. 685-691
- Volz, J. (1996): Italiens wirtschaftliche Entwicklung im Zeichen tiefgreifender Reformen – Annäherung an die fiskalischen Referenzwerte zur Teilnahme an der Europäischen Währungsunion?, in: DIW-Wochenbericht, 63. Jg., Nr. 48, S. 776-783
- von Hagen, J./Neumann, M. J. M. (1996): A framework for monetary policy under EMU, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monetary policy strategies in Europe, Frankfurt am Main, S. 141-165
- von Hagen, J./Süppel, R. (1994): Central bank constitutions for federal monetary unions, in: European Economic Review, Vol. 38, S. 774-782
- Wagner, H. (1995): Europäische Wirtschaftspolitik: Perspektiven einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU), Berlin u.a.O.
- Wagner, H. (1996): Stabilitätspolitik: Theoretische Grundlagen und institutionelle alternativen, 3. Auflage, Oldenburg
- Walsh, C. (1995): Optimal contracts for central bankers, in: American Economic Review, Vol. 85, No. 1, S. 150-167

- Walters, A. (1988a): Monetary and fiscal policy in the UK, in: Eltis, W./Sinclair, P. (Hrsg.): Keynes and economic policy: The relevance of the General Theory after fifty years, Basingstoke, S. 271-294
- Walters, A. (1988b): A critical view of the EMS, in: Cato Journal, Vol. 8, No. 2, S. 503-506
- Walters, A. (1992): Britain and the exchange rate mechanism, in: Minford, P. (Hrsg.): The cost of Europe, Manchester, New York, S. 119-124
- Weber, A. (1991): EMS credibility, in: Economic Policy, Vol. 12, S. 57-102
- Weinert, G./Hinze, J./Krägenau, H./Wetter, W./Winkler-Büttner, D. (1998a): Nachhaltigkeit: Beurteilung der Konvergenz ausgewählter Mitgliedstaaten im Vorfeld der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, HWWA-Report Nr. 179, Hamburg
- Weinert, G. et al (1998b): Festigung der Konjunktur im Euro-Raum, HWWA-Report Nr. 184, Hamburg
- Welter, P. (1999): Verantwortung für das große Ganze, in: Handelsblatt vom 21.04.1999, Nr. 76, S. 2
- Werner, H. (1998): Auf dem Weg zu mehr Beschäftigung: Erfahrungen anderer Länder, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 10, S. 601-608
- White, W. R. (1998): The coming transformation of continental European banking?, BIZ Working Paper No. 54, Basel
- Woodward, N. W. C. (1991): Inflation, in: Crafts, N. F. R./Woodward, N. W. C. (Hrsg.): The British Economy since 1945, Oxford, S. 89-140
- Wren-Lewis, S./Westaway, P./Soteri, S./Barrell, R. (1991): Evaluating the U.K.'s choice of entry rate into the ERM, in: Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 59, Supplement, S. 1-22
- Wyplosz, C. (1987): Liberalisierung des Kapitalverkehrs und EWS aus französischer Sicht, in: Europäische Kommission (Hrsg.): Europäische Wirtschaft Nr. 36: Schaffung eines europäischen Finanzraums: Liberalisierung des Kapitalmarkts und finanzielle Integration in der Gemeinschaft, S. 91-111
- Yeager, L. B. (1981): Experiences with stopping inflation, Washington D.C.
- Zeitler, F.-C. (1995): Die Währungs- und Geldpolitik in einer künftigen Europäischen Währungsunion, in: Sparkasse, 112. Jg, Nr. 8, S. 356-361
- Zeitler, F.-C. (1996): Stabilitätskultur - das Wurzelgeflecht einer harten Währung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Nr. 21, S. 9-11



## HOHENHEIMER VOLKSWIRTSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

- Band 1 Walter Deffaa: Anonymisierte Befragungen mit zufallsverschlüsselten Antworten. Die Randomized-Response-Technik (RRT). Methodische Grundlagen, Modelle und Anwendungen. 1982.
- Band 2 Thomas Michael Baum: Staatsverschuldung und Stabilisierungspolitik in der Demokratie. Zur neoinstitutionalistischen Kritik der keynesianischen Fiskalpolitik. 1982.
- Band 3 Klaus Schröter: Die wettbewerbspolitische Behandlung der leitungsgebundenen Energiewirtschaft. Dargestellt am Beispiel der Fernwärmewirtschaft der Bundesrepublik Deutschland. 1986.
- Band 4 Hugo Mann: Theorie und Politik der Steuerreform in der Demokratie. 1987.
- Band 5 Max Christoph Wewel: Intervallarithmetische Dependenzanalyse in der Ökonometrie. Ein konjekturaler Ansatz. 1987.
- Band 6 Heinrich Pascher: Die U.S.-amerikanische Deregulation Policy im Luftverkehrs- und Bankenbereich. 1987.
- Band 7 Harald Lob: Die Entwicklung der französischen Wettbewerbspolitik bis zur Verordnung Nr. 86-1243 vom 01. Dezember 1986. Eine exemplarische Untersuchung der Erfassung der Behinderungsstrategie auf der Grundlage des Konzepts eines wirksamen Wettbewerbs. 1988.
- Band 8 Ulrich Kirschner: Die Erfassung der Nachfragemacht von Handelsunternehmen. Eine Analyse der ökonomischen Beurteilungskriterien und der wettbewerbsrechtlichen Instrumente im Bereich der Verhaltenskontrolle. 1988.
- Band 9 Friedhelm Herb: Marktwirtschaftliche Innovationspolitik. 1988.
- Band 10 Claus Schnabel: Zur ökonomischen Analyse der Gewerkschaften in der Bundesrepublik Deutschland. Theoretische und empirische Untersuchungen von Mitgliederentwicklung, Verhalten und Einfluß auf wirtschaftliche Größen. 1989.
- Band 11 Jan B. Rittaler: Industrial Concentration and the Chicago School of Antitrust Analysis. A Critical Evaluation on the Basis of Effective Competition. 1989.
- Band 12 Thomas März: Interessengruppen und Gruppeninteressen in der Demokratie. Zur Theorie des Rent-Seeking. 1990.
- Band 13 Andreas Maurer: Statistische Verfahren zur Ermittlung von oligopolistischen Strukturen. 1990.
- Band 14 Peter Mendler: Zur ökonomischen und politisch-institutionellen Analyse öffentlicher Kredithilfen. 1992.
- Band 15 Heinrich J. Engelke: Die Interpretation der Rundfunkfreiheit des Grundgesetzes: Eine Analyse aus ökonomischer Sicht. 1992.
- Band 16 Thomas Fischer: Staat, Recht und Verfassung im Denken von Walter Eucken. Zu den staats- und rechtstheoretischen Grundlagen einer wirtschaftsordnungspolitischen Konzeption. 1993.
- Band 17 Stefan Elßer: Innovationswettbewerb. Determinanten und Unternehmensverhalten. 1993.
- Band 18 Reinhard Scharff: Regionalpolitik und regionale Entwicklungspotentiale. Eine kritische Analyse. 1993.
- Band 19 Karin Beckmann: Probleme der Regionalpolitik im Zuge der Vollendung des Europäischen Binnenmarktes. Eine ökonomische Analyse. 1995.

- Band 20 Bernd Nolte: Engpaßfaktoren der Innovation und Innovationsinfrastruktur. Eine theoretische und empirische Analyse für ländliche Wirtschaftsräume in Baden-Württemberg. 1996.
- Band 21 Klaus-Rainer Brintzinger: Die Nationalökonomie an den Universitäten Freiburg, Heidelberg und Tübingen 1918 - 1945. Eine institutionenhistorische, vergleichende Studie der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten und Abteilungen südwestdeutscher Universitäten. 1996.
- Band 22 Steffen Binder: Die Idee der Konsumentensouveränität in der Wettbewerbstheorie. Teleokratische vs. nomokratische Auffassung. 1996.
- Band 23 Alexander Burger: Deregulierungspotentiale in der Gesetzlichen Rentenversicherung. Reformnotwendigkeiten versus Reformmöglichkeiten. 1996.
- Band 24 Burkhard Scherer: Regionale Entwicklungspolitik. Konzeption einer dezentralisierten und integrierten Regionalpolitik. 1997.
- Band 25 Frauke Wolf: Lorenzkurven disparität. Neuere Entwicklungen, Erweiterungen und Anwendungen. 1997.
- Band 26 Hans Pitlik: Politische Ökonomie des Föderalismus. Föderative Kompetenzverteilung im Lichte der konstitutionellen Ökonomik. 1997.
- Band 27 Stephan Seiter: Der Beitrag Nicholas Kaldors zur Neuen Wachstumstheorie. Eine vergleichende Studie vor dem Hintergrund der Debatte über den Verdoorn-Zusammenhang. 1997.
- Band 28 André Schmidt: Ordnungspolitische Perspektiven der europäischen Integration im Spannungsfeld von Wettbewerbs- und Industriepolitik. 1998.
- Band 29 Bernd Blessin: Innovations- und Umweltmanagement in kleinen und mittleren Unternehmen. Eine theoretische und empirische Analyse. 1998.
- Band 30 Oliver Letzgus: Die Ökonomie internationalen Umweltschutzes. 1999.
- Band 31 Claudia Hafner: Systemwettbewerb versus Harmonisierung in Europa. Am Beispiel des Arbeitsmarktes. 1999.
- Band 32 Jürgen Kulle: Ökonomie der Musikindustrie. Eine Analyse der körperlichen und unkörperlichen Musikverwertung mit Hilfe von Tonträgern und Netzen. 1998.
- Band 33 Michael Ganske: Intertemporale Aspekte von Staatsverschuldung und Außenhandel. 1999.
- Band 34 Margit Ströbele: Die Deregulierungswirkungen der europäischen Integration. Das Beispiel der Sondermärkte. 1999.
- Band 35 Marion Benesch: Devisenmarktinterventionen in Theorie und Praxis. Eine umfassende Analyse ihrer Zielsetzungen, Wirkungsweisen und wirtschaftspolitischen Bedeutung. 1999.
- Band 36 Torsten Gruber: Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursachen geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion. 2000.





Walter Naggl

# Konjunktur

Frankfurt/M., Berlin, Bern, New York, Paris, Wien, 1999. 221 S., zahlr. Abb.  
ISBN 3-631-33969-0 · br. DM 69.-\*

Dieses Buch soll einen praxisorientierten Überblick der Verfahren zur Konjunkturanalyse und -prognose liefern. Es beginnt mit dem Verlauf der konjunkturellen Entwicklung in den USA und Deutschland seit den zwanziger Jahren. Danach werden das offizielle amerikanische Verfahren und von der Finanzpresse popularisierte Faustregeln der Datierung von Konjunkturzyklen dargestellt. Es folgt ein Abriß der wichtigsten Konjunkturtheorien und ihrer Aussagekraft bezüglich aktueller konjunktureller Fragestellungen. Die Schilderung typischer Muster des Konjunkturverlaufs bildet ein empirisches Pendant zu den Theorien. Es wird gezeigt, wie die Daten des ifo-Konjunkturtests und der Konsumentenstimmung zu Indizes verdichtet werden und welche Aussagekraft sie haben. Methoden zur Konstruktion von Frühindikatorindizes werden vorgestellt und deren Prognoseleistung diskutiert. Das Buch schließt mit einem Kapitel zur Inflation.

*Aus dem Inhalt:* Konjunkturzyklen in den USA und Deutschland und ihre Messung · Konjunkturtheorie und Muster der Konjunktur · Stimmungen, Erwartungen und Kaufpläne als Einzelindikatoren und ihre Verdichtung in einem Frühindikatorindex · Prognoseleistung von Vorlaufindikatoren · Historischer Überblick und Indikatoren der Inflation

Frankfurt/M · Berlin · Bern · New York · Paris · Wien

Auslieferung: Verlag Peter Lang AG

Jupiterstr. 15, CH-3000 Bern 15

Telefax (004131) 9402131

\*inklusive Mehrwertsteuer

Preisänderungen vorbehalten

