

Becker, Werner; Traud, Gertrud Rosa

Article — Digitized Version

Das Konzept eines deutsch-französischen Geldmengenziels: Voraussetzungen und Risiken

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Becker, Werner; Traud, Gertrud Rosa (1996) : Das Konzept eines deutsch-französischen Geldmengenziels: Voraussetzungen und Risiken, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 3, pp. 153-160

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137337>

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.

Werner Becker, Gertrud R. Traud

Das Konzept eines deutsch-französischen Geldmengenziels – Voraussetzungen und Risiken

Ein pünktlicher Beginn der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zum 1. Januar 1999 wird immer unwahrscheinlicher. Es ist derzeit noch ungewiß, ob die Schlüsselländer Deutschland und Frankreich die Konvergenzkriterien erfüllen werden. Eine Währungsunion ohne diese beiden Länder ist jedoch kaum denkbar, weshalb nach alternativen Integrationsstrategien gesucht werden muß.

Welchen Beitrag kann in dieser Situation eine Intensivierung der monetären Kooperation zwischen beiden Ländern und ein gemeinsames Geldmengenziel leisten?

Der Vorteil einer monetären Kooperation zwischen den beiden Ländern Deutschland und Frankreich¹ im Vorfeld der Europäischen Währungsunion liegt darin, daß ein Integrationsversuch unternommen werden könnte, wenn der Prozeß zur Wirtschafts- und Währungsunion länger dauern würde, als es im Vertrag von Maastricht vorgesehen ist. Darüber hinaus könnte „getestet“ werden, inwieweit das Konzept der Geldmengensteuerung für die europäische Geldpolitik geeignet ist².

Das grundlegende Konzept

Der Vorschlag eines gemeinsamen Geldmengenziels für Deutschland und Frankreich wird in Anlehnung an das Konzept von McKinnon formuliert³. Ausgangspunkt des McKinnon-Weltmodells ist die Forderung nach einer an der Stabilisierung der Wechselkurse orientierten Geldpolitik für die USA, Japan und Deutschland. Hierbei erfolgt die monetäre Koordination über die Vereinbarung eines gemeinsamen Geldmengenziels für den gesamten Währungsraum aus der Summe der gewichteten Geldmengenwachse der einzelnen Länder⁴. Dieser Vorschlag beinhaltet, daß Geldmengeneffekte, die auf Interventionen zur Wechselkursstabilisierung zwischen den Währungen zurückzuführen sind, akzep-

tiert werden müssen, d.h., sie dürfen nicht sterilisiert werden⁵. Dadurch wird die nominale Weltgeldmenge konstant gehalten. Gleichzeitig impliziert dieser Vorschlag, daß die teilnehmenden Länder ihre Geldpolitik einem Wechselkursziel unterordnen, d.h. eine entsprechende Einbuße an geldpolitischer Autonomie in Kauf nehmen.

Das Konzept eines gemeinsamen Geldmengenziels *zwischen zwei Ländern* unterscheidet sich von dem McKinnon-Vorschlag insofern, als dieser sich auf das Weltwährungssystem bezieht, so daß keine Drittländerproblematik auftritt. Im Fall eines gemeinsamen Geldmengenziels zwischen Deutschland und Frank-

¹ Vgl. dazu z.B. U. Cartellieri: Auf dem Weg zur Währungsunion – oder auf dem Holzweg? Kreditwirtschaftliche Vortragsreihe der Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie Baden in Karlsruhe, 27.10.1993. Eine Ausweitung auf andere Länder, insbesondere die Benelux-Länder, ist möglich. Um jedoch die grundlegende Problematik eines gemeinsamen Geldmengenziels besser aufzeigen zu können, erfolgt die Analyse einer supranationalen Geldmengenkonzeption an dem Beispiel Deutschland-Frankreich.

² Vgl. zu der Problematik der Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion P. Bofinger: Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 75. Jg. (1995), H. 12, S. 679-688.

³ Vgl. R. I. McKinnon: An International Standard for Monetary Stabilization, Institute for International Economics, Washington D.C. 1984.

⁴ Vgl. zu dem Konzept auch N. Funke: Nominale Anker als geldpolitisches Koordinierungsziel, Kieler Studie, Nr. 267, Tübingen 1995; vgl. J. Schiemann: Wechselkursstabilisierung durch internationale geldpolitische Koordination, Kritische Anmerkungen zum McKinnon-Vorschlag, in: Kredit und Kapital, 19. Jg. (1986), H. 4, S. 569-582.

⁵ Vgl. P. Bofinger: Geldpolitische Koordination durch das Europäische Währungsinstitut (EWI) in: D. Duwendag, J. Siebke (Hrsg.): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschaftswissenschaften, N.F. Bd. 220, Berlin 1993, S. 159 ff.

Dr. Werner Becker, 45, ist Abteilungsdirektor der Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main; Gertrud R. Traud, 32, Dipl.-Volkswirtin, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Allgemeine und Außenwirtschaftstheorie an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.

reich muß auch die Wechselkurspolitik der Teilnehmerländer gegenüber dem US-Dollar und dem Yen abgestimmt werden.

Das Konzept eines gemeinsamen Geldmengenziels zwischen zwei Ländern unterscheidet sich außerdem sowohl vom Europäischen Währungssystem (EWS) als auch von einer Währungsunion. Im EWS hat sich die D-Mark als geldpolitischer Anker etabliert⁶. Dies versetzt die Deutsche Bundesbank in die Lage, ein Geldmengenziel zu setzen, während die EWS-Partnerländer ihrer Stabilitätspolitik durch Orientierung am DM-Wechselkurs Glaubwürdigkeit verleihen können. In einer Währungsunion gibt es nur noch eine einheitliche Geldpolitik mit gemeinsamer Entscheidungskompetenz. Auch hier kann ein gemeinsames Geldmengenziel für die monetäre Steuerung in Frage kommen⁷. Das Konzept des gemeinsamen Geldmengenziels für Deutschland und Frankreich ist aus der Perspektive der Koordinierungsintensität zwischen dem EWS und einer Währungsunion anzusehen. Einerseits werden geldpolitische Entscheidungen noch nicht zentralisiert. Andererseits besteht bereits ein „freiwilliger Koordinierungszwang“, der allerdings im Gegensatz zu einer Währungsunion noch ohne große Probleme reversibel ist.

Koordinierte Geldmengensteuerung nötig

Die Umsetzung des gemeinsamen Geldmengenziels im Zwei-Länder-Fall soll über eine *koordinierte Geldmengensteuerung* erfolgen. Entsprechend der Grundanschauung einer mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik ist es erforderlich, eine gemeinsame Zuwachsraten für das Produktionspotential aus den nationalen Komponenten abzuleiten. Daraus folgt für die praktische Umsetzung eine Addition der – ent-

sprechend der Wirtschaftskraft, d.h. dem Bruttosozialprodukt – gewichteten Zuwachsraten. Ein konstituierendes Element dieses Ansatzes ist die Stabilität der gemeinsamen Geldnachfragefunktion der beiden Länder. Diese wäre auf europäischer Ebene stabiler, wenn sich Schocks zwischen den Ländern kompensieren würden.

Für Europa liegen nur relativ wenige Untersuchungen zur Stabilität von aggregierten Geldnachfragefunktionen vor⁸. Bei den vorliegenden Untersuchungen zeigt sich zunächst eine nicht unerhebliche Varianz hinsichtlich der Stabilität der aggregierten Geldnachfragefunktionen. Diese Varianz ist vermutlich auf die betrachteten Geldaggregate, die Beobachtungsperiode, die Auswahl der Länder und die verwendete Meßmethode zurückzuführen⁹. Trotz der beobachteten Varianz kommen die meisten Untersuchungen zu der Schlußfolgerung, daß die aggregierten Geldnachfragefunktionen stabiler sind als die jeweiligen nationalen Geldnachfragefunktionen. Falls dies auch für die deutsch-französische Geldnachfragefunktion gilt, könnte der Trend der Umlaufgeschwindigkeit einigermaßen zuverlässig abgeschätzt und sogleich das gemeinsame Geldmengenziel abgeleitet werden¹⁰.

Entsprechend dem Verfahren der Deutschen Bundesbank¹¹ werden die Zuwachsraten der nationalen Produktionspotentiale und der Umlaufgeschwindigkeiten geschätzt sowie die unvermeidlichen Preissteigerungsraten normativ festgelegt. Hätte man ein gemeinsames Geldmengenziel für das Jahr 1995 aufgestellt, wäre folgendes Szenario aus den nationalen Zielsetzungen entstanden: Die Bundesbank hatte das Wachstum des realen Produktionspotentials für 1995 mit 2,75%, die Preisnorm mit 2% und den Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit mit 1% veranschlagt. In Frankreich ging man davon aus, daß das Produktionspotential mit 3% wächst, wobei maximal eine Inflationsrate in Höhe von 2% toleriert werden sollte.

⁶ Vgl. dazu z.B. P. Bofinger: Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Schriften zur monetären Ökonomie, Baden-Baden 1991; vgl. B. Herz: Währungspolitische Aspekte im Europäischen Währungssystem, Baden-Baden 1994.

⁷ Vgl. J.-H. Jarchow: Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Außenwirtschaft, 50. Jg. (1995), H. 3, S. 421 ff.

⁸ Vgl. z.B. D. Barr: The Demand for Money in Europa. Comment on Kremers and Lane. IMF Staff Papers, Washington D.C. 1992, Bd. 39, S. 718-729; vgl. M. Cassard, T. Lane, P.R. Masson: ERM Money Supplies and the Transition to EMU, IMF Working Paper Nr. 94/1, Washington D.C. 1994; vgl. M. Falk, N. Funke: The Stability of Money Demand in Germany and in the EMS: Impact of German Unification, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 131 (1995), H. 3, S. 470-487; vgl. N. Funke, a.a.O.; vgl. J.J.M. Kremers, T.D. Lane: Economic and Monetary Integration in the Demand for Money in the EMS: IMF Staff Papers, Washington D.C. 1990, Vol. 37, S. 777-805; vgl. K. Wesche: Aggregierte Geldnachfrage in Europa: Eine empirische Untersuchung der Geldmenge M1. Universität Bonn, Sonderforschungsbereich 303, Diskussionspapier, Nr. B.269, Bonn 1994.

⁹ Zu einem Überblick der Untersuchungen vgl. M. Falk, N. Funke, a.a.O.

¹⁰ Falk und Funke untersuchen die Stabilität der aggregierten Geldnachfragefunktion der Ländergruppe Deutschland, Frankreich und die Niederlande. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen können vermutlich auf die Ländergruppe Deutschland und Frankreich übertragen werden, da die Geldpolitik der Niederlande eng mit derjenigen der Bundesrepublik verbunden ist. Vgl. M. Falk, N. Funke: a.a.O.; vgl. N. Funk, a.a.O. Es muß jedoch beachtet werden, daß durch Finanzinnovationen jederzeit eine Gefährdung der Stabilität der Geldnachfrage eintreten kann.

¹¹ Zu dem Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung vgl. O. Issing: Einführung in die Geldpolitik, 5. Aufl., München 1993; vgl. O. Issing: Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 91, S. 1 ff.

Es wurde außerdem unterstellt, daß langfristig auch in Frankreich die Umlaufgeschwindigkeit zurückgeht. Da die Preis- und Potentialwerte sehr ähnlich sind, brauchte man in dieser Konstellation keine Gewichtung mit den unterschiedlichen Wirtschaftspotentialen vorzunehmen. Der gemeinsame Zielkorridor für den Zuwachs der Geldmenge könnte folglich von 5% bis 7% reichen.

Für die laufende Geldmengensteuerung ist es notwendig, daß die monetäre Entwicklung in den beiden Ländern technisch steuerbar ist und regelmäßig mit der vorgegebenen gemeinsamen Zielgröße verglichen wird. Gegebenenfalls müssen gemeinsam geldpolitische Korrekturen vorgenommen werden, um die aggregierte Geldmenge beider Länder auf dem Zielpfad zu halten.

Geldpolitischer Gleichlauf?

Würde die Geldmengenentwicklung in den beiden Ländern stark voneinander abweichen, müßte danach gefragt werden, ob die Ableitung eines zukünftigen gemeinsamen Geldmengenziels mit besonders hohen Gefahren verbunden ist. Je stärker die nationalen Entwicklungen in den Geldnachfragefunktionen von nationalen Faktoren beeinflusst werden, desto größer ist die Gefahr einer instabilen aggregierten Geldnachfragefunktion. Um hierauf eine erste Antwort zu erhalten, soll im folgenden die Geldmengenentwicklung der jüngsten Vergangenheit berücksichtigt werden.

Auch wenn Frankreich wie die anderen EWS-Partnerländer ihr Stabilitätsziel durch Orientierung am Wechselkurs zur D-Mark als geldpolitische Hauptzielgröße verfolgte¹², setzte es sich in den Jahren 1993 und 1994 ein Geldmengenziel für das Geldaggregat M3 (Bargeld, Sichteinlagen, Termingeld unter vier Jahren, Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist). Dieses Geldmengenziel spielte aber nur eine untergeordnete Rolle in der Hierarchie der geldpolitischen Indikatoren. Bereits für das Jahr 1993 hatten die beiden Länder einen geldpolitischen Gleichlauf

signalisiert, indem sie Ende 1992 ähnliche Geldmengenziele für 1993 verkündeten.

In der Bundesrepublik Deutschland wurde im Jahr 1993 das angestrebte Geldmengenziel von 4,5% bis 6,5% verfehlt. Die tatsächliche Zunahme von M3 im vierten Quartal 1993 gegenüber dem Vorjahresquartal betrug 7,5%. Auch noch zu Beginn des Jahres 1994 vollzog sich die monetäre Entwicklung jenseits des neuen Zielkorridors von 4% bis 6%; allerdings konnte bis zum Jahresende die Zuwachsrate in den Zielkorridor zurückgeführt werden. Die Überschreitungen des Geldmengenziels werden auf eine Reihe von nationalen Sonderfaktoren zurückgeführt¹³.

Im Gegensatz zu der monetären Expansion in der Bundesrepublik Deutschland kam es in Frankreich 1993 zu einem Rückgang der Geldmenge M3 um 1,2%, während die Zielvorgabe bei einer Zunahme um 4% bis 6,5% lag. Auch hier waren Sonderfaktoren maßgeblich¹⁴. Für das Jahr 1994 hat die Banque de France daraufhin neben M3 als weiteren Indikator die Entwicklung der gesamten inländischen Verschuldung aufgenommen. Darüber hinaus entschied sie sich, das Konzept einer jährlichen Zielgröße aufzugeben. Die Banque de France kündigte für M3 ab 1994 statt dessen ein mittelfristiges Wachstum von 5% p.a. im Schnitt über die nächsten vier Jahre an. Gleichzeitig orientiert sie ihre Geldpolitik stärker an der Entwicklung der gesamten inländischen Verschuldung, welche sich im Jahr 1993 um rund 4% erhöhte¹⁵. Auch 1994 war ein geringer Rückgang von M3 zu verzeichnen¹⁶.

Die Geldmengenentwicklung der betrachteten Jahre wurde in beiden Ländern durch nationale Sonderfaktoren beeinflusst bzw. verzerrt. Es ist insofern fraglich, ob es unter diesen Umständen sinnvoll ist, ein gemeinsames Geldmengenziel abzuleiten. Darüber hinaus herrscht derzeit keine Einigkeit über den richtigen Indikator der monetären Entwicklung in den beiden Ländern. Da die langfristige Geld-

¹² Vgl. O. Issing: Stabilitätspolitik bewahrt internationales Vertrauen in die D-Mark, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 8, S. 395 ff.

¹³ Maßgeblich waren u.a. steuerliche Änderungen. So kam es gegen Jahresende 1993 zu einem kräftigen Mittelzufluß auf die in M3 enthaltenen Termingelder, die aus der Auflösung von Anteilen an thesaurierenden Investmentfonds im Ausland resultierten, die ab 1994 der Zinsabschlagsteuer unterworfen werden. Zur Geldmengenexpansion trug auch die starke Nachfrage nach längerfristigen Hypothekenkrediten im Zusammenhang mit den ab 1994 eingeschränkten Steuervergünstigungen beim Erwerb eigengenutzter Gebrauchtsimmobilien bei. Vgl. o.V.: Monatsdaten sind kein Gradmesser für die Geldmengenpolitik, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 29 vom 4.2.1994, S. 15.

¹⁴ Die Anlagen in geldmarktnahen Fonds, die anders als in Deutschland einen beachtlichen Teil von M3 ausmachen, haben aufgrund steuerlicher Änderungen an Attraktivität verloren. Es kam zu Umschichtungen in längerfristige Anlageformen der Geldvermögensbildung, die nicht Bestandteil von M3 sind. In die gleiche Richtung wirkten die Plazierung der Balladur-Anleihe im Volumen von insgesamt 110 Mrd. FF sowie die Privatisierungen, die rund 40 Mrd. FF absorbierten.

¹⁵ Vgl. o. V.: Rückläufige französische Geldmenge, in: Neue Zürcher Zeitung Nr. 29 vom 29. 2. 1994, S. 13.

¹⁶ Dieser Rückgang läßt sich maßgeblich mit der Entschuldung und Vermögensumschichtung der privaten Haushalte und der Unternehmen erklären. Vgl. Banque de France: Annual Report 1993, Paris 1994, S. 37 ff.

nachfrage relativ stabil ist¹⁷, die kurzfristige jedoch in beiden Ländern heftigen Schwankungen unterliegt, ist zu überlegen, ob nicht ein mehrjähriges Geldmengenziel – so wie in Frankreich seit 1994 üblich – angestrebt werden sollte. Dies würde den beiden Ländern bei der Umsetzung der gemeinsamen Konzeption gewisse Spielräume lassen, ohne daß eine kurzfristige Abweichung vom Ziel zu Zweifeln am Konzept führen muß.

Ähnliche wirtschaftliche Fundamentaldaten

Die Umsetzbarkeit eines gemeinsamen Geldmengenziels für Deutschland und Frankreich wird dadurch erheblich erleichtert, daß in beiden Ländern ähnliche wirtschaftliche Fundamentaldaten vorliegen. Dabei ist es von besonderer Bedeutung, daß beide Länder eine dem Stabilitätsziel verpflichtete Politik betreiben. Frankreich ist bereits 1983 zu einer strikten Antiinflationpolitik übergegangen¹⁸. Nachdem die Inflationsrate von 13% Anfang der achtziger Jahre bis zum Jahre 1988 auf unter 3% gedrückt werden konnte, weist Frankreich seit Mitte 1991 sogar geringere Inflationsraten als Deutschland auf. Die deutsche Inflationsrate, die im Zuge des Vereinigungsbooms Anfang der neunziger Jahre zeitweise auf über 4% gestiegen war, konnte bis Ende 1995 unter 2% zurückgeführt werden und liegt damit nur noch wenig über der französischen Rate.

Eine konsequente Stabilitätspolitik wirkt stabilisierend auf Inflationserwartungen und Kapitalbewegungen bei freiem Kapitalverkehr. Entsprechend haben sich die langfristigen Zinssätze in den letzten

Jahren zwischen Deutschland und Frankreich stark angenähert, d.h., die Glaubwürdigkeit der französischen Geldpolitik konnte erhöht werden. Einen wichtigen Beitrag dazu leistete die Unabhängigkeit der Banque de France seit Anfang 1994, in deren Satzung das Ziel der Preisniveaustabilität explizit aufgenommen wurde¹⁹.

Konjunktur und Wachstumsraten des Sozialprodukts haben sich in beiden Ländern in den letzten Jahren weitgehend im Gleichklang entwickelt. Im Gegensatz dazu zeigen sich relativ große Unterschiede bei der Arbeitslosigkeit, in der Budgetsituation und in den Leistungsbilanzsalden. Die Arbeitslosigkeit ist in Frankreich mit einer Quote von gut 12% ein noch gravierenderes Problem als die gesamtdeutsche Quote von etwa 9%. Das deutsche Budgetdefizit als Anteil am Bruttoinlandsprodukt war 1994 mit 2,9% nur etwa halb so hoch wie im Nachbarland. Frankreich hat jedoch Maßnahmen eingeleitet, um das Budgetdefizit mit Blick auf das Ziel der Europäischen Währungsunion – Obergrenze von 3% – in den nächsten Jahren deutlich zurückzuführen. Hinsichtlich des Leistungsbilanzsaldos zeigt sich, daß die deutsche Leistungsbilanz seit der Wiedervereinigung leicht defizitär ist, während Frankreich seit Jahren einen positiven Leistungsbilanzsaldo aufweist.

¹⁷ Vgl. T. Mayer, J. Fels: Ein Korridor von vier bis sechs Prozent, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 269 vom 19.11.1994, S. 17.

¹⁸ Vgl. O. Blanchard, P. A. Muet: Competitiveness Through Disinflation: An Assessment of the French Macroeconomic Strategy, in: Economic Policy, Vol. 16 (1993), S. 11-56.

¹⁹ Vgl. Banque de France, a.a.O.

Monopolkommission

Wettbewerbspolitik im Wandel

Colloquium anlässlich des 20jährigen Bestehens der Monopolkommission
am 23. Juni 1994 im Wissenschaftszentrum Bonn

Rückschau auf zwanzig Jahre Gutachtertätigkeit und Vorschau auf die Schwerpunkte der zukünftigen Arbeit der Monopolkommission sowie Fragen der Wettbewerbspolitik, auch in einem erweiterten europäischen Rahmen.

1995, 61 S., brosch., 26,- DM, 192,50 öS, 26,- sFr, ISBN 3-7890-3884-9
(Monopolkommission – Hauptgutachten/Sondergutachten)



Nomos Verlagsgesellschaft · 76520 Baden-Baden



Substituierbarkeit der Währungen

Neben ähnlichen wirtschaftlichen Fundamentaldaten ist als entscheidende Voraussetzung für die Realisierung eines gemeinsamen Geldmengenziels die vollständige Substituierbarkeit der beteiligten Währungen zu nennen. Die beteiligten Währungen müssen jederzeit unbegrenzt gegeneinander ausgetauscht werden können, d.h. im Urteil der Märkte die gleiche Stabilitätsgüte aufweisen. Faßt man als Zielgröße die DM- und FF-Geldmengen zusammen und stellt ein gemeinsames Geldmengenziel auf, so kommt es bei Interventionen zur Stabilisierung des DM/FF-Wechselkurses nicht mehr zu einer Veränderung der gesamten Geldmenge. Beispielsweise würde bei einer FF-Schwäche der Ankauf von Franc durch die Bundesbank zwar die DM-Geldmenge erhöhen, die französische Geldmenge hingegen würde *uno actu* sinken. Entsprechendes gälte mit umgekehrten Vorzeichen bei einer DM-Schwäche.

Hinsichtlich der Substituierbarkeit besteht – wie die Turbulenzen der letzten Jahre gezeigt haben – insofern eine gewisse Unsicherheit, als das Vertrauen in die französische Stabilitätspolitik aus Sicht der Märkte weniger stark ausgeprägt ist als gegenüber der deutschen Geldpolitik. Dieses Phänomen müßte eine gemeinsame Geldmengenpolitik berücksichtigen. Um die vollständige Substituierbarkeit der Währungen den Märkten glaubhaft zu übermitteln, muß die Erwartungsbildung der jeweiligen Marktteilnehmer in den beiden Ländern hinsichtlich des Vertrauens in die geldpolitische Entschlossenheit der Notenbanken identisch sein. Daß diese Entschlossenheit bei der französischen Notenbank vorhanden ist, zeigen die höheren Geldmarktsätze im Vergleich zu Deutschland während der Wechselkurs-turbulenzen im ersten Halbjahr 1995.

Funktionsprobleme und Risiken

Das Modell des gemeinsamen Geldmengenziels erfordert einen gemeinsamen Modus der geldpolitischen Entscheidungsfindung und Koordinierung. Zur Ableitung eines gemeinsamen Geldmengenziels und zur laufenden Steuerung und Kontrolle müßten beide Notenbanken sehr eng kooperieren. Zur entscheidenden Bewährungsprobe wird es aber erst kommen, wenn bei der Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik Interessengegensätze auftreten.

Ein Interessengegensatz kann entstehen, wenn sich ein asynchroner Konjunkturverlauf abzeichnet. So ist es z.B. vorstellbar, daß in Deutschland noch geldpolitischer Bremsbedarf besteht, um die Inflationsrate weiter zurückzuführen, während in Frank-

reich bei bereits niedriger Inflationsrate schon mit Rücksicht auf Konjunktur und Beschäftigung die Geldpolitik gelockert werden könnte. Es stellt sich die Frage, inwieweit eine gemeinsame Geldmengensteuerung darauf flexibel reagieren kann. Mit anderen Worten, wie kann bei unverändertem Gesamtgeldmengenwachstum Frankreich seine Geldmengenexpansion erhöhen, während Deutschland die Erhöhung bremst? In Deutschland müßten in diesem Fall die Geldmarktzinsen steigen und in Frankreich sinken. Damit entsteht ein Anreiz für Kapitalbewegungen in die D-Mark, mit der Konsequenz, daß zur Stabilisierung des DM/FF-Wechselkurses interveniert werden müßte. Die Geldmenge in Deutschland würde steigen, und in Frankreich würde sie sinken. Damit ist eine Differenzierung der nationalen Geldpolitiken bei unterschiedlichen Konjunkturlagen praktisch nicht möglich. Eine solche Situation kann aber die Basis für den Konsens stören und zum Bruch der gemeinsamen Geldpolitik führen.

Der geldpolitische Konsens kann auch dadurch auf die Probe gestellt werden, daß die französische Notenbank unter politischen Druck gesetzt wird, angesichts einer niedrigen Inflationsrate durch niedrige Notenbankzinsen beschäftigungspolitische Ziele zu verfolgen. Hier kann es dann zum Test der nachhaltigen und glaubwürdigen Unabhängigkeit kommen, die in Deutschland bereits eine lange Tradition hat.

Interessengegensätze können sich auch aus der Drittländerproblematik ergeben, wenn die beiden Länder keine Einigkeit über die Wechselkurspolitik gegenüber dem US-Dollar und dem Yen erzielen können. Im Vergleich zum Franc hat die D-Mark weltweit eine viel größere Bedeutung als internationale Anlage- und Reservewährung. Sie ist hinter dem Dollar die zweitgrößte Reservewährung. Der Franc hat nur einen Anteil von 2%²⁰. Weltwirtschaftliche Einflußfaktoren wirken somit auch stärker in den DM-Bereich hinein. Die dollarinduzierten Währungsunruhen im EWS 1995 haben die besondere Rolle der D-Mark als wichtigster Alternativwährung zum US-Dollar und mögliche störende Effekte eines schwachen Dollars auf ein gemeinsames Geldmengenziel aufgezeigt.

Eine bilaterale Koordination zwischen Deutschland und Frankreich schafft über diese Risiken hinaus ein gewisses Spannungsfeld für die Zusammenarbeit mit dem Europäischen Währungsinstitut (EWI)²¹. Gemäß

²⁰ Vgl. O. Issing: Die Leitwährungsrolle der D-Mark ..., a.a.O.

²¹ Vgl. W. G a d d u m: Ziele und Möglichkeiten deutscher Geldpolitik in Europa, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 6 (1994), S. 1 ff.

dem Maastrichter Vertrag wurde die Aufgabe der Koordination der Geldpolitiken dem EWI zugewiesen, die Durchführung einer verstärkten Kooperation zwischen Deutschland und Frankreich würde aber ohne direkte Mitwirkung des EWI stattfinden. Um eine dauerhafte Abkopplung von den anderen Ländern zu verhindern, müßte eine Ausdehnung der Kooperation auch für die anderen Hartwährungsländer jederzeit möglich sein. Dadurch könnten sich aber Reibungsflächen mit dem EWI ergeben, da die geldpolitische Koordinierung für die an der gemeinsamen Geldmengenpolitik teilnehmenden Länder nicht primär im EWI stattfände.

Gefahren asymmetrischer Schocks

Nicht nur Interessengegensätze stellen die Erfolgsaussichten einer gemeinsamen Geldmengenpolitik in Frage, sondern auch realwirtschaftliche Störungen (Schocks) drohen den geldpolitischen Konsens indirekt zu untergraben. Bei realwirtschaftlichen Störungen werden Anpassungen der relativen Preise erforderlich. Dies ist prinzipiell sowohl über den Wechselkurs als auch über die Löhne und Preise möglich. Stabile Wechselkurse implizieren, daß Anpassungen über Löhne und Preise erfolgen.

Die gemeinsame Geldpolitik muß grundsätzlich mit der Möglichkeit von internen und externen Schocks rechnen. Ursachen für interne Schocks können vor allem in der Fiskal- und Lohnpolitik liegen. So kann z.B. bei strikter Geldpolitik der politische Druck und die Versuchung groß sein, eine hohe Arbeitslosigkeit in einem Land mit fiskalpolitischer Expansion zu bekämpfen. Damit würde die Fiskalpolitik – bei Finanzierung der zusätzlichen Staatsausgaben über eine höhere Verschuldung – höhere Zinsen bewirken, ähnliche Wirkungen können von der Lohnpolitik ausgehen. Kommt es beispielsweise in einem der beiden Länder zu Lohnabschlüssen, die über dem Produktivitätsfortschritt liegen, führt die Bekämpfung der drohenden Inflation in einem Land zu einer restriktiven Geldpolitik in beiden Ländern, wenn am stabilen Wechselkurs festgehalten wird.

Als externer Schock sei exemplarisch ein Ölpreisschock aufgeführt. Dieser würde Deutschland voraussichtlich stärker treffen als Frankreich, da der französische Strombedarf zum großen Teil durch Kernenergie gedeckt wird (70% in Frankreich, 30% in Deutschland) und die außenwirtschaftliche Energieabhängigkeit damit geringer als in Deutschland ist. Ein Ölpreisschock hätte also in Deutschland größere Einkommensentzugseffekte und höhere Preissteigerungen

als in Frankreich zur Folge. Wird als Reaktion auf den Schock in Deutschland eine restriktivere Geldpolitik verfolgt, um den Preisauftrieb zu unterbinden, muß Frankreich ebenfalls einen restriktiveren Kurs fahren und so unter Umständen Wachstumseinbußen hinnehmen, die es ohne die gemeinsame Geldmengenpolitik vermutlich nicht erlitten hätte. Es ist fraglich, ob in diesem Fall dann ein gemeinsames Geldmengenziel noch sinnvoll und konsensfähig ist.

Verlust an Glaubwürdigkeit?

Mit der Aufstellung eines gemeinsamen Geldmengenziels für Deutschland und Frankreich müßten die nationalen Notenbanken ihre bisher national ausgerichteten Geldpolitiken modifizieren. Schon im Vorfeld der gemeinsamen Geldpolitik müßten die Bundesbank und die Banque de France den Märkten die Bedeutung der neuen Konzeption klar machen, um die hierfür notwendige Glaubwürdigkeit zu gewinnen. Dies ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn die oben angesprochenen Interessengegensätze auftreten.

Die einzelnen Geldmengenankündigungen dienten bislang der Öffentlichkeit, der Finanzpolitik sowie den Tarifparteien als geldpolitische Richtschnur. Auch die gemeinsame Geldmengenpolitik muß in der Lage sein, die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Die über lange Jahre hinweg gewachsene Glaubwürdigkeit der Bundesbank könnte der Maßstab für das „neue System“ werden, damit die Ankündigung eines Geldmengenziels seine stabilisierende Funktion beibehalten würde. Problematisch ist allerdings, daß die Qualität der französischen Stabilitätspolitik trotz niedriger Inflationsraten und einer unabhängigen Banque de France an den Märkten immer wieder in Zweifel gezogen wurde, auch wenn aufgrund der Fundamentaldaten kein Anlaß dazu bestand. Die Gefahr, daß eine geldmengenpolitische Kooperation der deutschen und der französischen Zentralnotenbank den Vertrauensvorschuß der Bundesbank reduzieren könnte, ist somit nicht gänzlich auszuschließen. Die Märkte werden die Standfestigkeit der gemeinsamen Geldpolitik zumindest auf eine harte Probe stellen.

Unterschiede in der Zinsreagibilität

Auch die konjunkturellen Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik können in den beiden Ländern in Abhängigkeit von den Angebots- und Nachfragebedingungen auf den Geld- und Kapitalmärkten in den beiden Ländern unterschiedlich sein²². Da die führenden Geschäftsbanken in Frankreich derzeit noch

staatlich sind, hat die Regierung noch einen, wenn auch nur bedingten direkten Einfluß auf die Gestaltung der Kreditzinsen. Dies ist in Deutschland nicht der Fall. Die Zinsbildung in Deutschland unterliegt nur dem indirekten Einfluß des Staates über die Kapitalmärkte. Die angestrebte Privatisierung der großen staatlichen Banken in Frankreich wird jedoch dazu führen, daß dieser politische Einfluß mehr und mehr ausgeschaltet werden kann.

Zwischen Frankreich und Deutschland bestehen ferner Unterschiede in der Kreditnachfrage- und -angebotsstruktur. Der Anteil der Bankkredite an der Unternehmensfinanzierung ist in Frankreich relativ gering, während die Finanzierung durch Aktien die entscheidende Rolle spielt. Verglichen mit der Größe der Volkswirtschaft spielt die Finanzierung über Aktien in der Bundesrepublik noch eine sehr untergeordnete Rolle. Wegen der relativ hohen Quote der Investitionsfinanzierung durch Bankkredite – wenn auch hauptsächlich langfristiger Art – sind die Unternehmen in Deutschland stärker von der Entwicklung der Kreditzinsen abhängig. Die Frage, ob hier die Notenbank oder Kapitalmarktzinsen ausschlaggebend sind, läßt sich nicht eindeutig beantworten. Für langfristige Finanzierungen spielt der kapitalmarktabhängige Satz für Bankschuldverschreibungen eine wichtige Rolle, da er Kalkulationsgrundlage für langfristige Industriekredite ist. Unterschiedliche Finanzierungsstrukturen führen im Ergebnis dazu, daß die Zinsreagibilität der Unternehmen in Deutschland höher ist als in Frankreich.

Die Zinsreagibilität der Haushalte ist in Deutschland hingegen geringer als in Frankreich. Dies ist auf die relativ geringe Verschuldungsquote der deutschen Haushalte und den hohen Anteil langfristiger Bankkredite in Form von Hypothekenkrediten an die deutschen Haushalte zurückzuführen. Eine höhere Verschuldung und ein größeres Gewicht kurzfristiger Kredite bewirkt in Frankreich, daß der Einfluß der Notenbankzinsen auf das Verhalten der Haushalte stärker als in Deutschland ist.

Insgesamt läßt sich also keine eindeutige Aussage über den Unterschied in der Zinsreagibilität zwischen den beiden Ländern treffen. Während in Deutschland die Zinsreagibilität im Unternehmenssektor höher ist als in Frankreich, verhält es sich im Haushaltssektor umgekehrt. Es ist allerdings zu erwarten, daß im Zuge der Entwicklung eines Finanzbinnenmarktes eine Annäherung der Unternehmensfinanzierungsstruktur stattfinden wird und so die Unterschiede in der Zinsreagibilität der Unternehmen abnehmen werden.

Realisierungschancen

Die Realisierungschancen einer gemeinsamen Geldmengenpolitik hängen entscheidend von der Bereitschaft der beteiligten Zentralnotenbanken ab. Die deutsche und die französische Notenbank stehen dem Konzept eines gemeinsamen Geldmengenziels jedoch skeptisch gegenüber²³. Die angeführten Gründe für eine Ablehnung lassen sich in zwei Problemkomplexe unterteilen:

□ Zum einen handelt es sich um *Kompetenzprobleme*. Für beide Zentralnotenbanken bedeutet der Verlust der alleinigen Verantwortlichkeit für die heimische Geldpolitik einen Verstoß gegen ihren Gesetzauftrag. Für die Bundesbank könnte es durch eine mögliche Verwischung von Verantwortlichkeiten zu einer Erschütterung des Vertrauens in ihre Geldpolitik und einer Gefährdung der Ankerfunktion der D-Mark kommen²⁴. Bei dieser Argumentation wird allerdings vernachlässigt, daß auch die Chance einer „Verbreiterung“ des Ankers besteht. Gelingt es mit Hilfe dieses Konzeptes, die Stabilitätsbasis innerhalb des EWS zu erweitern, wäre dies für das gesamte System von Vorteil. Betreiben die deutsche und die französische Notenbank für die Märkte glaubhaft eine der Geldwertstabilität verpflichtete Geldpolitik, kann voraussichtlich die gleiche geldpolitische Effizienz erreicht werden wie unter Status-quo-Bedingungen.

□ Der zweite Komplex an Argumenten bezieht sich auf *technische Schwierigkeiten* bei der Umsetzung. Das gemeinsame Geldmengenziel muß möglichst stabil im Hinblick auf die Preisentwicklung und technisch steuerbar sein. In diesem Zusammenhang wird auf die unterschiedlich abgegrenzten Geldmengenaggregate verwiesen²⁵. Beide Länder verwendeten bislang M3 als Indikator, auch wenn in Frankreich die Bedeutung von M3 in den letzten Jahren abgenommen hat. Ein Unterschied besteht aber z.B. darin, daß verbrieftes Geldmarktpapiere (z.B. Geldmarktfondspapiere) in Frankreich eine viel stärkere Bedeutung haben als in Deutschland. Veränderungen in den Rahmenbedin-

²² Die Ausführungen in diesem Abschnitt beziehen sich größtenteils auf ein unveröffentlichtes Arbeitspapier der DB Research Frankfurt. Vgl. C. Marks: Leitzinsen in Europa – Wirkungen auf Finanzierungskosten und Konjunktur. Unveröffentlichtes Arbeitspapier der DB Research Frankfurt 1993.

²³ Vgl. o. V.: Keine gemeinsamen Geldmengenziele, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 79 (1993), S. 2.

²⁴ Vgl. H. Tietmeyer: Deutsche Geldpolitik im internationalen Zusammenhang, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 84 (1993), S. 6.

²⁵ Vgl. o. V.: Bonn und Paris stimmen Konvergenzprogramme ab, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 79 (1993), S. 1.

gungen für solche Papiere – z.B. bei der Besteuerung – können in Frankreich anders als in Deutschland zu einer erhöhten Instabilität der Geldmengenaggregate führen. Bei der Wahl des geldpolitischen Instrumentariums hat in den letzten Jahren eine graduelle Angleichung stattgefunden. Das Vordringen der Offenermarktoperationen seit Mitte der achtziger Jahre – meist in Form der Wertpapierpensionsgeschäfte – zeigt, daß vorrangig marktorientierte Instrumente die Geldpolitik in beiden Ländern prägen²⁶. Auch die kräftige Senkung der Mindestreservesätze in den letzten Jahren in beiden Ländern weist in diese Richtung. In Deutschland nimmt die Mindestreserve allerdings noch immer eine wichtigere Rolle in der Geldmengensteuerung ein als in Frankreich. Die Bundesbank sieht die Funktion der Mindestreserve darin, daß sie bei den Banken einen Bedarf an Zentralbankgeld erzeugt, die Banken so an dem Tropf der Notenbank hält und damit die Abschätzung der Bankenliquidität erleichtert und die Geldnachfrage stabilisiert²⁷.

Als weiteres Argument in diesem Zusammenhang wird häufig angeführt, daß noch keine gemeinsame statistische Basis vorhanden ist, um ein gemeinsames Geldmengenziel zu konzipieren. Während z.B. die Geldmengendaten bei uns um die Mitte des darauffolgenden Monats vorliegen, gibt es in Frankreich oft einen „time-lag“ von mehreren Monaten. Ob dies allerdings ein tragendes Argument gegen eine gemeinsame Geldmengenpolitik ist oder vielmehr als Anlaß

dazu genommen werden sollte, technisch bedingte Zeitverzögerungen für die Geldmengendatenerhebung in Frankreich zu reduzieren, sei hier dahingestellt.

Schlußbemerkungen

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß eine enge geldpolitische Kooperation zwischen Deutschland und Frankreich (die Einbeziehung weiterer Länder sollte möglich sein) in Form eines gemeinsamen Geldmengenziels eine monetäre Integrationschance darstellt, falls es zu einer zeitlichen Verzögerung bei der Verwirklichung der Europäischen Währungsunion käme. Ein solches Vorgehen würde es erlauben, einerseits die Ernsthaftigkeit der Anstrengungen zur monetären Integration in Europa und die Vorzüge einer „Währungsunion im kleinen“ zu demonstrieren sowie andererseits eine Annäherung des geldpolitischen Instrumentariums voranzutreiben. Darüber hinaus könnte geprüft werden, ob eine Geldmengensteuerung für die Geldpolitik auf europäischer Ebene sinnvoll erscheint.

Die Umsetzung einer solchen Konzeption geht vermutlich mit einer Reihe von konzeptionellen und technischen Problemen einher. Jeweils für sich betrachtet erscheinen diese eventuellen Probleme allerdings nicht ausreichend, um sich grundsätzlich gegen eine solche Konzeption auszusprechen. Da die Stabilität der aggregierten Geldnachfragefunktion zwischen diesen beiden Ländern wahrscheinlich nicht geringer und vielleicht sogar höher ist als in den einzelnen Ländern, ist eine wesentliche Voraussetzung für eine gemeinsame Geldmengenpolitik gegeben, und die mögliche Realisierung sollte nochmals von den beiden Zentralnotenbanken geprüft werden.

²⁶ Vgl. E. Meister: Aktuelle Fragen der Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 9 (1994), S. 1 f.

²⁷ Vgl. E. Meister, a.a.O.

²⁸ Vgl. H. Tietmeyer, a.a.O.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Erhard Kantzenbach, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum (stellvertretender Chefredakteur), Wiebke Brudershausen, Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnenstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

Verlag und Anzeigenannahme und Bezug:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (0 72 21) 21 04-0, Telefax (0 72 21) 21 04 27

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 106,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 53,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 9,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wunsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.