

Geldpolitik

Finanzmärkte, neue Makroökonomie
und zinspolitische Strategien

von

Prof. Dr. Heinz-Peter Spahn

2., überarbeitete Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Kapitel 1 Geld, Zins und Banken.....	1
1.1 Theoretische Grundlagen	1
1.1.1 Die Funktionen des Geldes: Zahlungsmittel aus informationstheoretischer Sicht	1
1.1.2 Traditionelle Strategien zur Wahrung des Geldwertes: Mengenbeschränkungen und Sicherheiten.....	4
1.1.3 Kredit, Liquiditätspräferenz und Zins: ein elementares Modell.....	7
1.1.4 Die Bank als Geldproduzent: Kreditschöpfung und das Liquiditätsproblem	11
1.1.5 Geld als öffentliches Gut: Monopolwährung und staatliche Kontrolle	13
1.2 Grundstruktur des zweistufigen Banksystems	17
1.2.1 Notenbank und Geschäftsbanken: die Trennung von Geldversorgung und Kreditschöpfung	17
<i>Box 1-1: Zur "engen" und "weiten" Definition von Geld.....</i>	<i>20</i>
1.2.2 Der Zusammenhang zwischen Geld und Kredit: Kreditschöpfungsmultiplikator und Zentralbankgeldbedarf	22
1.2.3 Geschäftsbanken und Finanzintermediäre: Vermögensbildung in nominal fixierten und marktbewerteten Aktiva	26
<i>Box 1-2: Theorie der Kreditrationierung.....</i>	<i>27</i>
<i>Box 1-3: Lender of Last Resort</i>	<i>30</i>
Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 1	32
Kapitel 2 Theorie und Funktionsweise von Finanzmärkten.....	35
2.1 Erträge, Zins und Vermögen	35
2.1.1 Gleichgewicht und Portfoliowahl auf Vermögenmärkten: der Trade-off zwischen Rendite und Risiko.....	35
2.1.2 Alternative Kontraktformen auf Vermögenmärkten: Preisbildung bei festverzinslichen Wertpapieren und Aktien	39
<i>Box 2-1: Der Gegenwartswert künftiger Zahlungsströme</i>	<i>41</i>

<i>Box 2-2: Forward Solving</i>	42
<i>Box 2-3: Spekulative Blasen</i>	44
2.1.3 Zins und Inflation: das Realwertisiko von Finanzanlagen	46
<i>Box 2-4: Der Realzins im neoklassischen Modell intertemporaler Tauschakte</i>	50
2.1.4 Die Theorie der Investition: Entscheidungen über Kapitalintensität und Kapazität... 51	
2.1.5 Theorien der Zinsstruktur:	
Marktsegmentation, Liquiditätspräferenz und Arbitrage.....	55
2.2 Theorien der Geldnachfrage	63
2.2.1 Transaktions- und Spekulationskasse: das Zinsänderungsrisiko	63
<i>Box 2-5: Die durchschnittliche Laufzeit eines Wertpapiers</i>	64
<i>Box 2-6: Risikoaversion und Erwartungsunsicherheit</i>	67
2.2.2 Geld im Spektrum aller Vermögensformen:	
Geldhaltung in quantitätstheoretischer Sicht.....	68
<i>Box 2-7: Geldnachfrage bei Hyperinflation</i>	71
2.3 Finanzierung, Investition und Ersparnis.....	73
<i>Box 2-8: Der Finanzierungseffekt auf den Kapitalmarktzins</i>	76
2.4 Zinsen und Wechselkurse	80
2.4.1 Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt: die Theorie der Zinsparität.....	80
<i>Box 2-9: Gedeckte Zinsparität</i>	83
2.4.2 Störungen der Zinsparität:	
Abwertungserwartungen, Zinspolitik und Overshooting.....	83
Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 2.....	87
 Kapitel 3 Geldpolitische Instrumente und ihre Wirkung	 89
3.1 Das Instrumentarium der Notenbank	89
3.1.1 Offenmarktpolitik am Kapitalmarkt: Geldmengen- oder Zinsfixierung.....	89
<i>Box 3-1: Offenmarktpolitik am Devisenmarkt</i>	93
<i>Box 3-2: Die Liquiditätsfalle</i>	93
3.1.2 Offenmarktgeschäfte am Geldmarkt: Mengen- und Zinstender	94
<i>Box 3-3: Informations- und Anreizprobleme der Pensionsgeschäfte</i>	97
3.2 Transmissionsmechanismen der Geldpolitik	100
3.2.1 Die Wirkung von Zinsänderungen:	
Zins-, Wechselkurs-, Kredit-, Bilanz- und Vermögenskanal.....	100
<i>Box 3-4: Die Geldmenge im Transmissionsprozeß</i>	104
3.2.2 Markt- und Erwartungskanäle: Wirkungen auf Zinsstruktur und Konjunktur.....	105
<i>Box 3-5: Typen der Erwartungsbildung</i>	106

3.2.3	Geldpolitik unter Unsicherheit: Zinsglättung im Konjunkturverlauf	110
	Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 3	114
Kapitel 4	Geldpolitik und Realwirtschaft	117
4.1	Das Postulat der Neutralität des Geldes.....	117
4.2	Das makroökonomische Standardmodell.....	123
4.2.1	Lohn- und Preissetzung: verteilungspolitische Determinanten des Arbeitsmarktgleichgewichts	123
4.2.2	Die Phillips-Kurve: Wahl zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation?	127
4.2.3	Güterangebot und Güternachfrage: Interdependenzen zwischen Output und Inflation.....	129
	<i>Box 4-1: Rechnen mit Logarithmen</i>	<i>129</i>
	<i>Box 4-2: Die "neukenesianische" Variante des Standardmodells</i>	<i>130</i>
4.2.4	Der Ansatzpunkt der Geldpolitik: die zinspolitische Reaktionsfunktion	132
4.3	Dynamische Prozesse bei gesamtwirtschaftlichen Störungen	135
4.3.1	Monetäre Nachfrageexpansion bei Vollbeschäftigung: Lohnanpassung mit adaptiven Erwartungen	135
	<i>Box 4-3: Die Stabilität des Anpassungsprozesses</i>	<i>139</i>
4.3.2	Rationale Erwartungen: realwirtschaftliche Wirkungslosigkeit der Geldpolitik?	139
4.3.3	Der Fall der Disinflation: temporär unvermeidliche Beschäftigungsverluste	142
4.3.4	Angebotsschocks: von Preisniveauänderungen zur Inflation	146
4.3.5	Autonome Nachfrageveränderungen: einmalige und seriell korrelierte Störungen ..	149
	<i>Box 4-4: Persistenz und Random Walk</i>	<i>152</i>
4.4	Langfristige Folgen der Inflationsbekämpfung.....	154
4.4.1	Vertikale und horizontale Verschiebungen der Phillips-Kurve: die variable NAIRU	154
4.4.2	Das Hysteresis-Problem: die Konjunkturabhängigkeit der strukturellen Arbeitslosenquote	158
4.4.3	Unterauslastung und Wachstumsspielräume: das Problem des Kapitalmangels	161
4.4.4	Nichtneutralität der Geldpolitik: Opferrate und alternative Disinflationsstrategien.....	163
	<i>Box 4-5: Das Rätsel der großen Streuung der Opferrate.....</i>	<i>167</i>
4.5	Geldpolitik bei Arbeitslosigkeit	169
4.5.1	Von der Unterbeschäftigung zur Deflation: das Problem der Null-Zins-Grenze	169
4.5.2	Nachfragepolitik bei struktureller Arbeitslosigkeit: der Verlauf der langfristigen Phillips-Kurve.....	174

<i>Box 4-6: Das britische "Beschäftigungswunder"</i>	176
Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 4.....	178
Kapitel 5 Strategien der Geldpolitik.....	181
5.1 Ziele und Zielkonflikte der Geldpolitik.....	181
5.1.1 Geldwertstabilität: Ökonomische Vorteile und Probleme der Operationalisierung..	181
5.1.2 Geldpolitische Präferenzen: die Zielfunktion der Notenbank	187
<i>Box 5-1: Organisation und Entscheidungsstrukturen der EZB</i>	190
5.2 Das Konzept der Geldmengensteuerung	191
5.2.1 Potentialorientierte Geldpolitik: die Geldmenge als Zwischenziel	191
<i>Box 5-2: Potentialorientierung und Konjunktur</i>	194
5.2.2 Funktionsprobleme der Geldmengenpolitik: Geldangebotskontrolle, Geldnachfrageinstabilität und Schocks	197
<i>Box 5-3: Goodharts Gesetz und die Lucas-Kritik</i>	200
5.2.3 Verfehlungen des Geldmengenziels: das Base-Drift-Problem	204
5.2.4 Geldmenge und Finanzmärkte: Stabilisierung der Vermögenspreise als geldpolitische Aufgabe?.....	207
<i>Box 5-4: Geldkreislauf und Spekulation</i>	210
5.3 Regeln für die Zinspolitik	213
5.3.1 Die Taylor-Instrumentenregel: eine Beschreibung des Verhaltens aller Notenbanken?.....	213
<i>Box 5-5: Wirkungsverzögerungen der Zinspolitik</i>	214
<i>Box 5-6: Geldpolitik bei vorausschauendem Preis- und Nachfrageverhalten</i>	216
<i>Box 5-7: Formale Äquivalenz von Geldmengen- und Zinspolitik</i>	218
5.3.2 Durchführung der Taylor-Politik: Informationsprobleme bei Outputlücke und Realzins	219
5.3.3 Schocks und Reaktionskoeffizienten: die Taylor-Kurve	222
5.3.4 Optimale Zinspolitik: das Konzept des Inflation Targeting	226
5.3.5 Die "zwei Säulen" der EZB-Strategie: ein robustes oder widersprüchliches Konzept?	231
<i>Box 5-8: Europäische und amerikanische Geldpolitik</i>	235
5.4 Konflikte zwischen Geld-, Lohn- und Finanzpolitik	238
5.4.1 Die Zeitinkonsistenz diskretionärer Geldpolitik: Inflationsbias bei hoher Beschäftigungspräferenz.....	238
<i>Box 5-9: Geld- und Lohnpolitik im spieltheoretischen Modell</i>	241
5.4.2 Glaubwürdigkeit der Notenbank: Reputation als Kapitalgut.....	243

<i>Box 5-10: Transparenz und Kommunikation in der Geldpolitik</i>	246
5.4.3 Staatliche Budgetbeschränkung und Inflationssteuer: die Monetisierung von Haushaltsdefiziten	248
5.4.4 Grenzen der Staatsverschuldung: die Beziehung zwischen Realzins und Wirtschaftswachstum	250
Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 5	256
Kapitel 6 Geldpolitik in der offenen Volkswirtschaft	259
6.1 Zahlungsbilanz, Außenhandel und Kapitalbewegungen	259
<i>Box 6-1: Absolute und relative Kaufkraftparität</i>	261
<i>Box 6-2: Sterilisierung von Devisenmarktinterventionen</i>	263
6.2 Alternative Wechselkursregimes bei konstanten Preisen	265
6.2.1 Feste Wechselkurse: der Verlust der geldpolitischen Autonomie	265
6.2.2 Flexible Wechselkurse: Handlungsspielräume für die Geldpolitik	267
6.2.3 Zahlungsströme bei flexiblen Wechselkursen: Mechanismen und Grenzen der Auslandsverschuldung	269
6.3 Internes und externes Gleichgewicht bei flexiblen Preisen	273
6.3.1 Preisstabilität und Zinsparität: Zusammenhang zwischen Inflations- und Abwertungserwartungen	273
<i>Box 6-3: Der Monetary-Conditions-Index</i>	276
6.3.2 Zins- und Nachfrageschocks: stabilitätspolitische Konflikte bei festen und flexiblen Wechselkursen	277
6.3.3 Stabilisierungs- und Entwicklungsstrategien: Über- und Unterbewertung bei festen Wechselkursen	279
6.4 Geldpolitik in einer Währungsunion	284
6.4.1 Der optimale Währungsraum: theoretische und ordnungspolitische Aspekte	284
<i>Box 6-4: Dollarisierung und Currency Board</i>	288
6.4.2 Angebots- und Nachfrageschocks: die Gefahr destabilisierender Realzinseffekte ...	289
<i>Box 6-5: Der Samuelson-Balassa-Effekt</i>	293
6.4.3 Lohn- und Finanzpolitik: erweiterter Stabilisierungsauftrag oder notwendige Regulierung?	295
6.5 Der Euro im Kreis der Weltwährungen	300
Literatur und zitierte Quellen zu Kapitel 6	304
Stichwortverzeichnis	305