

## Buchbesprechungen

*Barbara Jennes*: Die Wirkung der Geldpolitik in Deutschland, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 2003, 297 S.

Bei der vorliegenden Untersuchung handelt es sich um eine Dissertation aus dem Jahr 2001. Sie trägt ihren Untertitel – Ökonometrische Untersuchung traditioneller und alternativer Transmissionsmechanismen – durchaus zu Recht, die Empirie bildet eindeutig den Schwerpunkt und hier liegen auch die Innovationen der Arbeit. Entsprechend dem Titel befasst sich *Jennes* mit Wirkungen der Geldpolitik ausschließlich in Deutschland. In diesem Zusammenhang wird der Untersuchungszeitraum der Arbeit auf die Periode von 1985 bis zum Ende einer eigenständigen deutschen Geldpolitik mit dem Übergang zur Europäischen Währungsunion Ende 1997 festgelegt. Die gewählte Fragestellung, im Kern handelt es sich dabei um die Existenz eines Kreditkanals in Deutschland, erscheint dennoch auch vor dem Hintergrund einer einheitlichen europäischen Geldpolitik relevant: Einerseits bietet sie die Basis auch für eine Beurteilung der Wirkungen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank in Deutschland mit seinen spezifischen institutionellen Gegebenheiten, andererseits wurde gerade die Unsicherheit über die Transmissionskanäle geldpolitischer Maßnahmen als Motivation für die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank angeführt.

Nach einer kurzen Einführung in die Thematik und einem Überblick über den Aufbau der Arbeit im ersten Kapitel wird zunächst im Kapitel 2 das ökonometrische Rüstzeug zur Durchführung der Analyse dargestellt. Hierbei handelt es sich in der Tradition der empirischen Literatur zur Transmission geldpolitischer Impulse um Vektorautoregressionen. Wegen des Fokus auf kurzfristige Wirkungen wird diesen in der gesamten Betrachtung gegenüber Fehlerkorrekturmodellen der Vorzug gegeben. Die Verfahren werden in relativ knapper, jedoch verständlicher Art eingeführt und es wird auf mögliche Probleme hingewiesen, ohne die Arbeit mit einer zu detaillierten Darstellung zu überfrachten. Hier wird dann gegebenenfalls auf Spezialliteratur verwiesen.

Kapitel 3 befasst sich, bevor im folgenden Kapitel die eigene empirische Untersuchung folgt, mit grundsätzlichen Überlegungen zur Auswahl von Variablen, die geldpolitische Maßnahmen abbilden können, also Geldmengenaggregate und Zinssätze. Vor diesem Hintergrund werden zwei empirische Probleme hervorgehoben: Erstens das Liquiditätsrätsel, also die Tatsache, dass Vektorautoregressionen zum Teil fallende Zinsen als Reaktion auf eine Kontraktion der Geldmenge zeigen, zweitens das Preisrätsel, das empirische Ergebnis steigender Preise bei einem kontraktiven Impuls durch die Geldpolitik. Beide Reaktionen sind kontra-intuitiv. Weiterhin wird die Problematik der Abgrenzung von Geldmengenaggregaten diskutiert. Der Abschnitt schließt mit einem Exkurs über die Verwendung nicht-quantitativer Informationen über geldpolitische Impulse („narrative approach“)

als Alternative zur Messung mittels Änderungen der von der Zentralbank kontrollierten Zinssätze. Diese werden jedoch hier nicht weiterverfolgt. Als Begründung wird insbesondere angeführt, dass ein derartiger Ansatz keine Feedbackbeziehungen zwischen Geldpolitik und ökonomischen Variablen erlaube.

Kapitel 4 bildet den ersten empirischen Abschnitt der Arbeit. Es wird mit einem kurzen Überblick über bisherige Untersuchungen zur Transmission geldpolitischer Impulse in Deutschland eingeleitet. Diesem folgt der vergleichsweise umfangreiche Abschnitt 4.2, der die Datenbasis für die Untersuchung vorstellt und mögliche Probleme – dies sind Nichtstationarität der Zeitreihen und Strukturbrüche durch die deutsche Wiedervereinigung – behandelt. Die Darstellung ist an dieser Stelle sehr ausführlich und die verschiedenen Aspekte werden gewissenhaft abgehandelt und in Bezug zum Vorgehen anderer Arbeiten gesetzt. Schließlich folgt in Kapitel 4.3 auch eine erste empirische Anwendung in einer Vektorautoregression. Diese zeigt zu diesem Zeitpunkt noch den aus der Literatur hinlänglich bekannten Aufbau mit den Variablen Bruttoinlandsprodukt, Preisniveau, Geldmenge M3 und Tagesgeldsatz, letzteres als operatives Ziel der Geldpolitik. Die Ergebnisse sind hier zunächst unbefriedigend: Es zeigt sich im Gefolge eines kontraktiven Impulses nur eine geringfügige Variation des Outputs, die Geldmenge sinkt leicht und für das Preisniveau ergibt sich die nicht ganz plausible Reaktion eines kurzfristigen Rückgangs, der längerfristig in einen signifikanten Anstieg übergeht.

Ausgehend von diesen Ergebnissen beleuchtet Kapitel 5.1 die Wirkungsweise der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank im Betrachtungszeitraum näher. Kernpunkt ist die Frage, ob es sich beim Tagesgeldsatz tatsächlich um die gesuchte Variable zur Abbildung geldpolitischer Impulse handelt. Der entscheidende Einwand gegen die Verwendung des Tagesgeldsatzes ist, dass dieser nicht nur angebotsseitig durch die Geldpolitik, sondern auch nachfrageseitig durch die Geschäftsbanken determiniert wird. Es muss also nicht jede Variation des Tagesgeldsatzes auf einen geldpolitischen Impuls zurückzuführen sein. Wegen der vor allem seit den späten Achtzigerjahren zunehmenden und später dominierenden Bedeutung von Wertpapierpensionsgeschäften bieten sich als Alternativen deren Volumen oder Zuteilungssätze an. *Jennes* argumentiert nun, dass es sich bei der gesuchten Variablen um den Pensionssatz handeln müsse, weil die Bundesbank hinsichtlich des Volumens nach eigener Aussage nahezu vollkommen elastisch auf die Nachfrage der beteiligten Kreditinstitute reagiert habe. Diese Argumentation lässt sich übrigens völlig analog auf die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank übertragen. Folgerichtig bietet Kapitel 5.2 eine Variation der Vektorautoregression aus Kapitel 4, in welcher der Wertpapierpensionssatz als zusätzlich endogene Variable aufgenommen wird. Dies stellt eine der entscheidenden Innovationen der Arbeit dar. Interdependenzen zwischen Tagesgeld- und Pensionssatz werden dazu im Modell berücksichtigt. Im Ergebnis erhält *Jennes* Reaktionsfunktionen jeweils für angebots- und nachfrageinduzierte Änderungen des Geldmarktsatzes, die ein im Vergleich zum herkömmlichen Ansatz wesentlich klareres Bild bieten: Die Geldmenge zeigt nun nach einem kontraktiven geldpolitischen Impuls (= angebotsseitigen Schock) einen deutlicheren und signifikanten Rückgang, ebenso das Preisniveau. Dagegen führt ein nachfrageinduzierter Schock zu einem Anstieg beider Größen. *Jennes* schlussfolgert daraus, dass das in früheren Untersuchungen gefun-



dene Preisrätsel zumindest teilweise auf die Vermischung Angebots- und nachfrageseitiger Einflüsse auf den Tagesgeldsatz zurückzuführen sei.

Kapitel 6 bewertet den traditionellen zinstheoretischen Transmissionskanal kritisch. Die Arbeit bewegt sich hier im Rahmen der vorhandenen Literatur zu dieser Thematik und befasst sich ausgehend vom keynesianischen IS/LM mit weiteren Determinanten der Investitionsgüternachfrage (neben dem Zinssatz) und Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes.

Ausgehend von diesen Überlegungen führt Kapitel 7 in die Theorie des Kreditkanals ein. Nach einer Betrachtung des Bilanzkanals mit abschließendem Überblick über empirische Arbeiten widmet sich das Kapitel schwerpunktmäßig dem Bankkreditkanal. Von besonderer Bedeutung sind hier die Finanzierungsstrukturen der Unternehmen. Deutlich wird auf die Anteile verschiedener Finanzierungsformen deutscher Produktionsunternehmen hingewiesen. Dabei liegt der Anteil der Bankkredite mit über fünfzig Prozent auffallend hoch. Andererseits existieren auch aufseiten der Kreditinstitute keine perfekten Substitute zur Vergabe von Krediten. *Jennes* sieht damit notwendige Bedingungen für die Existenz eines Bankkreditkanals als erfüllt an. Das Kapitel schließt mit einem Überblick über empirische Arbeiten zum Bankkreditkanal.

Kapitel 8 stellt den zweiten umfassenden empirischen Beitrag zur Transmission, in diesem Fall des Kreditkanals, dar. Es beginnt erneut mit einem Überblick über empirische Arbeiten, diesmal für Deutschland. Dieses hätte möglicherweise auch mit den entsprechenden Teilen des Kapitels 7 zusammengeführt werden können. Es folgt eine Darstellung des Datenmaterials, bei dem es sich um neun Branchen des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland handelt, die sich durch unterschiedliche Charakteristika auszeichnen. Die empirische Untersuchung folgt hier wieder dem traditionellen Aufbau, d.h. ohne Berücksichtigung der Pensionssätze als Indikator für geldpolitische Impulse. Dies wird mit dem kürzeren Beobachtungszeitraum (1985 bis 1994), dem Vorliegen von lediglich Quartalsdaten und dem damit einhergehenden Verlust an Freiheitsgraden bei Aufnahme des Pensionssatzes begründet. Es zeigen sich folgende Ergebnisse: Die Branchen reagieren sehr heterogen auf kontraktive Impulse, dies führt tendenziell in Branchen zu einem stärkeren Rückgang des Kreditvolumens, in denen kleinere Kreditinstitute einen hohen Anteil an der Unternehmensfinanzierung durch Kredite haben. Die Ergebnisse einer Panelschätzung weisen darauf hin, dass das Kreditvolumen eher durch die Größe der Kreditinstitute als der Unternehmen bestimmt wird. Somit kommt *Jennes* im Unterschied zur Mehrzahl der bisher für Deutschland durchgeführten Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass sich Evidenz für einen Kreditkanal findet. Dies mag auf den hohen Disaggregationsgrad der Untersuchung zurückzuführen sein, der über denjenigen früherer Untersuchungen hinausgeht.

Die Arbeit schließt in Kapitel 9 mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse.

Insgesamt überzeugt das Buch durch seine empirischen Ansätze, während die theoretisch ausgerichteten Kapitel der Arbeit eher motivierenden Charakter haben und sich in die bestehende Literatur einfügen. Die Empirie lässt große Sorgfalt bei der Durchführung erkennen und weist zwei wesentliche Innovationen auf: Erstens die Einbeziehung des Pensionssatzes (Kapitel 4), der mit dem Tagesgeldsatz interdependierend eine Identifikation Angebots- und nachfrageseitiger Schocks

auf den Tagesgeldsatz ermöglicht und so die Reaktionen auf geldpolitische Impulse klarer darstellt. Zweitens die Verwendung vergleichsweise stark disaggregierter Daten (Kapitel 8), die Reaktionen aufdecken, die auf die Existenz eines Kreditkanals hindeuten. Somit ist das Buch insbesondere für denjenigen interessant, der sich empirisch mit der Transmission geldpolitischer Impulse beschäftigt, und bietet diesem interessante Anregungen.

Michael Frömmel, Hannover

*Stephen F. Frowen and Francis P. McHugh* (Hrsg.): *Financial Competition, Risk and Accountability – British and German Experiences*, Palgrave, London and New York 2001, 346 p.

Schon seit geraumer Zeit wird die aktuelle Diskussion über den britischen und den deutschen Kapitalmarkt von der Frage dominiert, ob der Frankfurter oder der Londoner Finanzplatz künftig die dominierende Stellung in Europa haben wird. Im Schatten dieser wenig produktiven Debatte lud das renommierte Von-Hügel-Institut am St. Edmund's College der Universität Cambridge Praktiker und Wissenschaftler aus Deutschland und Großbritannien ein, um vor allem über ethische Fragestellungen der Finanzbranche zu diskutieren. Auf welch fruchtbaren Boden diese Einladung fiel, lässt sich im unter dem Titel „Financial Competition, Risk and Accountability – British and German Experiences“ bei Palgrave erschienenen Tagungsband nachlesen.

In dem mehr als 300 Seiten umfassenden Buch, das gemeinsam mit der Deutsch-Britischen Stiftung für das Studium der Industriegesellschaft herausgegeben wird, finden sich 16 Konferenzbeiträge, die in der Tradition einer mehrjährigen Auseinandersetzung mit ethischen Fragestellungen im Finanzbereich am Von-Hügel-Institut zu sehen sind. Die Herausgeber Stephen F. Frowen und Francis P. McHugh haben den Tagungsband dem früheren Bundesbankpräsidenten Hans Tietmeyer gewidmet, der sich frühzeitig um die Einführung ethischer Standards in der Finanzwelt bemühte.

Auffällig ist, dass dennoch nicht jeder Autor explizit auf ethische Fragestellungen eingeht. So beschreibt Norbert Walter, Chefvolkswirt der Deutschen Bank Gruppe, primär den notwendigen Wandel, vor dem Deutschland und der deutsche Finanzplatz stehen. Schon in den einleitenden, eher allgemein gehaltenen Betrachtungen zeigt sich jedoch, wie hilfreich sich die Vergleiche zwischen dem deutschen und dem britischen Kapitalmarkt erweisen können. So schließen Glenn Hoggarth, Alistair Milne und Geoffrey E. Wood aus der Betrachtung der deutschen und der britischen Finanzmarktstabilität auf die überragende Bedeutung der Inflationsbekämpfung und weisen angesichts der britischen Erfahrungen – noch bevor die Verluste der WestLB in London offenbar wurden – auf die hohen Risiken der anwachsenden Auslandskredite deutscher Banken hin. Gemeinsam mit Forrest H. Capie greift Wood daneben die weit verbreitete These auf, dass britische Banken zum Nachteil der Industrie kurzfristige Finanzierungen präferierten. Die beiden Wissenschaftler der London City University Business School weisen nach, dass diese Kritik substantiell unbegründet ist und sich das britische System aufgrund



der verwendeten Kreditinstrumente gegenüber externen Schocks sogar als resistenter erweist.

Trotz der Grundausrichtung der Konferenz rücken formale Fragen der Ethikwissenschaft in den Hintergrund der Diskussion. Die – angesichts der grundlegenden Forderung moderner Ethikforschung nach einer Verankerung der Anreize zum moralischen Handeln in den „Spielregeln“ – dennoch überraschende Aussage der Herausgeber, dass eine „Moral des Geldes“ eher aus der Praxis denn aus den Rahmenbedingungen erwachsen könne, wird durch verschiedene Beiträge gestützt. Ein Beispiel ist das Modell eines sozialen Bankenwesens, das breiten Schichten bezahlbaren Wohnbau und Bankdienstleistungen erschließen soll, wie es Udo Reifner und Juliane Pfau vom Institut für Finanzdienstleistungen in Hamburg beschreiben.

Eine entscheidende Nebenbedingung moderner Konzepte ist, dass die Banken nicht auf die Gewinnerzielung verzichten sollen – eine Forderung, die auch in anderen Aufsätzen z.T. explizit, z.T. subtil zum Ausdruck kommt. Obwohl Erkenntnisse der abstrakten Ethikforschung nicht einfließen, wird somit der durch sie entwickelten Forderung Rechnung getragen, dass moralische Standards nicht gegen den, sondern nur mit dem Markt durchgesetzt werden können.

Diese Perspektive erlaubt die ethische Analyse des Umgangs mit modernen Entwicklungen auf den Finanzmärkten, etwa der Zunahme derivativer Finanzinstrumente. Justin Welby, früherer Leiter des Treasury der drittgrößten britischen Ölgesellschaft und inzwischen Geistlicher in der Diözese Coventry, entwickelt einen Kriterienkatalog und stellt dabei die Forderung nach einer für alle Beteiligten bestehenden Transparenz über die Funktionsweise dieser Instrumente in den Vordergrund. Aufbauend auf der Darstellung der Bedeutung des Transparenz-Begriffs in der Philosophie und deren gleichzeitiger Notwendigkeit für das Funktionieren moderner Märkte erscheint diese als Wert an sich.

Welche Gefahren mit der Suche nach moralischen Werten und der Forderung nach deren Durchsetzung ohne eine Kontextbetrachtung jedoch verbunden sein können, vermittelt ein weiteres Kapitel, in dem sich John G. Ellis, Mitarbeiter der britischen Kapitalmarktaufsicht Financial Services Authority (FSA), mit den Anforderungen an die Bankaufsicht auseinander setzt. Das den Grundsätzen der christlichen Lehre entsprechende Ziel müsse sein, in eine wirtschaftliche Schieflage geratenen Instituten Auswege aufzuzeigen und deren Probleme so zu beheben, dass diese Unternehmen wieder ein tragendes Element des Finanzsystems würden, argumentiert Ellis und schildert Krisensitzungen bei der Bank of England, bei denen im Verborgenen derartige Rettungsaktionen vorbereitet wurden. Da Transparenz, d.h. ein Informieren der Öffentlichkeit, den Abzug der Einlagen und somit das Ende der Institute zur Folge gehabt hätte, gebe es also ökonomische Gründe, die Vertraulichkeit, d.h. Informationsasymmetrien, in bestimmten Situationen aufrechtzuerhalten.

Einen ähnlichen Standpunkt bezieht Martin Donnelly, stellvertretender Leiter des Europäischen Sekretariats des Kabinetts, der die Frage analysiert, inwieweit die Wirtschafts- und Währungsunion ein ethisches Problem darstellt. Es sei sinnvoll, nach Gewinnern und Verlierern zu suchen, deren Interessen zumindest ausgeglichen werden müssten, konstatiert Donnelly und fordert damit ebenfalls die öko-

nomische Durchsetzbarkeit der Entscheidung. Mittels einer Analyse der wirtschaftlichen Folgen kommt er dabei zum für einen Briten keineswegs selbstverständlichen Ergebnis, dass die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion eine große Chance biete, das Wirtschaftssystem zum Wohle aller zu reformieren und weiterzuentwickeln. Gleichzeitig zeigt Donnelly jedoch auch Gefahren einer Integration auf, die vor allem aus einer fehlenden Identifikation mit der Europäischen Union resultieren.

Vergleichbare, zum Teil jedoch auch sehr unterschiedliche Entwicklungen in Deutschland und in Großbritannien geben Anlass, weitere Fragestellungen zu untersuchen. Dazu zählen die Analyse der Bürgschaftsbanken in verschiedenen Ländern und der Auswirkungen von deren Privatisierung (Jan A. Kregel), die veränderten Rahmenbedingungen von Geschäftsbanken (Barry Howcroft) und die Bedeutung von ethischen Konflikten für Banken (Andreas Wagner). Neben diesen Fragestellungen, die speziell die Kreditwirtschaft betreffen, werden jedoch auch Themen, die eine breitere volkswirtschaftliche Ausrichtung haben, in ethischer Hinsicht betrachtet. Zu nennen sind u. a. die Diskussion der Vorteile staatlicher Verschuldung (Jan Toporowski, Andrew Tylecote) oder die moralische Bedeutung der Sparquote (Stephen F. Frowen, Elias Karakitsos), die von Eric Owen Smith in seinem Beitrag über die ethischen Grundsätze der monetären Politik in Deutschland und in Großbritannien zu einem Paradigma der Finanz-Ethik ausgebaut werden. Charakterisierend für diese Betrachtungen ist, dass durch den Vergleich der in vielen Beziehungen sehr unterschiedlichen Philosophien die Konturen der getroffenen Aussagen oftmals deutlich an Schärfe gewinnen.

In diesem Punkt und im Rückgriff auf zahlreiche Beispiele, die einen schnellen Zugang zu den teilweise sehr speziellen Problemstellungen ermöglichen, liegen besondere Stärken des Buchs, das – wie auch der Untertitel deutlich macht – keinen Anspruch auf eine vollständige Behandlung sämtlicher ethischer Fragestellungen der deutschen und britischen Finanzwelt leisten will, sondern Erfahrungsberichte liefert, an die sich oft weitere Fragestellungen anschließen.

So zeigt sich in der Betrachtung der Finanzmärkte beider Länder vor allem, dass viele Probleme nicht mehr allein im nationalen Kontext lösbar sind. Gefordert wird die Verankerung von ethischen Grundsätzen auf internationaler Ebene, sei es im Rahmen freiwilliger Anstrengungen, wie sie Leo Schuster für die Umsetzung einer Compliance-Kultur vorschlägt, oder im Rahmen einer internationalen Finanzordnung, wie sie von Norbert Kloten beschrieben wird. Die Bedeutung der von Nationalstaaten losgelösten Entwicklungen und die Vorteile einer Wirtschafts- und Währungsunion gebieten, die Diskussion über die Vorherrschaft eines europäischen Finanzplatzes *ad acta* zu legen. Die Antwort auf die Frage, wo in Europa künftig der bedeutendste Markt zu finden sein wird, wird dennoch gegeben: Frankfurt wird im Anleihehandel dominieren und auch der Geldmarkt der Mainstadt habe das größere Potenzial, während London im Devisen- und Aktienhandel sowie bei internationalen Finanzierungen führend sein werde, prognostiziert Norbert Walter.

Anton Burger und Philipp Ulbrich, Ingolstadt