

Berichte

Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 2000

Von Florian Höppner und Stephan Kohns, Bonn

Vom 25. bis 28. Oktober 2000 fand auf der Insel Reichenau das 31. Konstanzer Seminar zu Geldtheorie und Geldpolitik statt. In den einzelnen Sitzungen des Seminars wurden neue Erkenntnisse aus der Wissenschaft vorgestellt und Probleme der Europäischen Währungsunion sowie der Geldpolitik in Ungarn diskutiert.¹ Das diesjährige Seminar wurde von *Manfred J. M. Neumann* und *Jürgen von Hagen* (beide Universität Bonn) organisiert.

Die Arbeit „Rule-of-Thumb Behaviour and Monetary Policy“ von *Jeffery D. Amato* (BIZ) und *Thomas Laubach* (FED) untersucht im Rahmen eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells den Effekt, den ein Faustregelverhalten eines Teils der Konsumenten und Preissetzer auf eine optimale Geldpolitik hat. Dieses Faustregelverhalten ist durch das Abweichen der Wirtschaftssubjekte von ihrem intertemporal optimalen Konsumpfad bzw. durch die Unfähigkeit, in jeder Periode den optimalen Preis zu setzen, gekennzeichnet. Es kann z.B. durch Liquiditätsbeschränkungen auf Seiten der Konsumenten und durch die nur eingeschränkte Fähigkeit zur Bildung rationaler Erwartungen auf Seiten der Preissetzer motiviert sein. Der Modellansatz der Autoren unterscheidet sich dadurch von anderen Modellen, in denen Friktionen in der Preisanpassung durch Firmen mit monopolistischem Wettbewerb eingeführt werden. Amato und Laubach zeigen, daß ihre Annahmen die Wohlfahrtsfunktion verändern, die die Zentralbank zu optimieren versucht. Es ergibt sich, daß zusätzlich zur traditionellen Stabilisierung der Inflation und der Outputlücke die Zentralbank die Veränderungsrate der Inflation (bei Faustre-

¹ Alle auf der Konferenz vorgetragenen Arbeiten sind auf der Homepage des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik an der Universität Bonn als PDF-Dateien verfügbar.

URL: <http://saturn.iiw.uni-bonn.de/Konstanz/nkSeminar2000.htm>

gelverhalten der Preissetzer) und/oder die Veränderungsrate des Outputs (bei Faustregelverhalten der Konsumenten) in ihre Zielfunktion aufnehmen sollte. Die Autoren bestätigen des weiteren das von Woodford eingeführte Ergebnis einer optimalen verstetigten Zinspolitik. Insgesamt zeigt die Simulation des Modells, daß die Charakteristika einer optimalen Geldpolitik über unterschiedlich starke Ausprägungen des suboptimalen Verhaltens sehr stabil bleiben.

In ihrer Arbeit „Fiscal Discretion Destroys Monetary Commitment“ analysieren *Avinash Dixit* (Universität Princeton) und *Luisa Lambertini* (Universität von Kalifornien in Los Angeles) in einer Erweiterung des traditionellen Barro-Gordon-Modells die möglichen Interaktionen von Geld- und Fiskalpolitik. Die in ihrem Modell betrachtete Volkswirtschaft ist dadurch gekennzeichnet, daß die Geldpolitik im Sinne von Output- und Inflationszielen konservativer ist als die Fiskalpolitik. Es entsteht ein Rennen zwischen fiskalischer Expansion und restriktiver Geldpolitik, was dazu führt, daß im Nash-Gleichgewicht das Ergebnis für die Inflation oder den Output extremer ist als die Idealwerte beider Akteure. In diesem allgemeinen Modell können die Autoren zeigen, daß es weder für die Zentralbank noch für die Fiskalpolitik von Interesse ist, als erste zum Zug zu kommen. Im weiteren analysieren die Autoren den Effekt einer glaubhaft regelgebundenen Geldpolitik, auf welche die Fiskalpolitik diskretionär reagieren kann. Das interessante Ergebnis dieses Teils der Arbeit ist, daß diese diskretionäre Fiskalpolitik die Vorteile der regelgebundenen Geldpolitik vollkommen aufhebt. Um den allgemein erwünschten positiven Effekt einer regelgebundenen Geldpolitik zu erhalten, muß also eine gewisse Regelbindung auch für die Fiskalpolitik eingeführt werden.

Die optimale geldpolitische Strategie für den Übergang von einer Planwirtschaft zu einer Marktwirtschaft ist der Inhalt der Arbeit „A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies“ von *Lucjan T. Orlowski* (Sacred Heart Universität). Im ersten Teil der Arbeit entwickelt der Autor sein Argument, daß besonders für die fortgeschrittenen Transformationsökonomien Osteuropas mit dem Fernziel eines Beitratts zur EWU ein Inflationsziel die optimale geldpolitische Strategie sei. Hierbei sollten die Länder von einem eng ausgelegten Inflationsziel ausgehen, um später mit dem Erlangen von geldpolitischer Stabilität und Glaubwürdigkeit der Zentralbank zu einem weiter definierten Ziel übergehen zu können. Gleichzeitig mit einem weiter definierten Inflationsziel sollte auch eine Bindung der Währungen der möglichen Beitrittskandidaten an den Euro stattfinden. Im weiteren diskutiert der Autor am Bei-

spiel der Tschechischen Republik und Polens die konkreten Erfahrungen von Transformationsökonomien mit der Implementierung eines Inflationsziels.

In „The Daily Market for Funds in Europe: Has Something Changed with the EMU?“ präsentieren *Gabriel Perez-Quirós* (EZB) und *Hugo Rodriguez Mendizábal* (Universität Pompeu Fabra) eine Analyse des Zinsverhaltens auf dem Tagesgeldmarkt in Europa. Die Autoren beginnen mit einer ökonometrischen Analyse des deutschen Tagesgeldmarkts bis Ende 1998 und des anschließenden Tagesgeldmarkts seit Einführung der Währungsunion. Hierbei kann seit dem Beginn der Währungsunion eine geringere Volatilität des Zinses als vorher beobachtet werden. Betrachtet man die tägliche Zinsentwicklung vor der Währungsunion, so finden sich am Ende jeder Mindestreserveperiode deutliche positive Ausschläge. Nach der Währungsunion kehrt sich dieses Verhalten um, d.h., am Ende der Mindestreserveperiode sinkt der Zins, um zu Beginn der neuen Periode dann sogar kurzfristig über das Ausgangsniveau hinauszuschießen. Die Autoren entwickeln im zweiten Teil der Arbeit ein theoretisches Modell, in dem sie versuchen, das beobachtete Verhalten des Zinses zu erklären. Hierbei werden im besonderen die Regelungen zur Mindestreservehaltung sowie die Fazilitäten zur Liquiditätsbereitstellung betrachtet. Liquidität am Anfang und am Ende einer Reservehaltungsperiode ist dabei im Gegensatz zu Standardmodellen kein perfektes Substitut. Das Verhalten des Zinses kann so im Modell der Autoren durch das veränderte geldpolitische Instrumentarium der Zentralbank erklärt werden, ohne auf eine aktive Geldpolitik zurückgreifen zu müssen.

In „Investor Risk Aversion and Financial Fragility in Emerging Economies“ modellieren *Jeffrey H. Nilsen* (Universität Bern) und *Riccardo Rovelli* (Universität Bologna) den Zusammenhang zwischen Risikopräferenzen der Investoren und der Wahrscheinlichkeit von Finanz- bzw. Währungskrisen. Trotz des hohen Risikos, welches von kurzfristigem Kapital besonders wegen der Möglichkeit des schnellen Abziehens in Krisenzeiten ausgeht, ist dieses eine wichtige Basis der Finanzierung des Wachstums in den sog. emerging economies. In ihrem Modell analysieren die Autoren den Effekt eines plötzlichen Abziehens von kurzfristigem Kapital, das durch eine Veränderung von Fundamentaldaten ausgelöst wird. Das Modell zeigt, daß in diesem Fall eine Finanz- bzw. Währungskrise um so wahrscheinlicher ist, je risikoscheuer die ausländischen Investoren sind. Eine Kapitalabzugssteuer könnte bewirken, besonders risikoscheue Investoren von einem Engagement in diesen Ländern abzu-

halten. Dies hätte in dem Modell eine Reduzierung der Wahrscheinlichkeit einer Krise zur Folge. Bei der Konzeption der Steuer muß aber sichergestellt werden, daß diese nicht sämtliches Kapital auch von risiko-freudigeren Investoren fernhält, was dem grundsätzlichen Wachstumsziel einer Volkswirtschaft entgegenstehen würde.

Die Arbeit „The Fight for Market Share and Herding Behaviour“ von *Rasmus Rüffer* (EZB) untersucht in einem spieltheoretischen Modell den empirisch engen Zusammenhang zwischen der Liberalisierung von Finanzmärkten und dem Auftreten von Banken Krisen. Banken weisen unter gewissen Umständen gleichartige Risikostrukturen auf, da dies als Versicherung gegen die negativen wettbewerblichen Konsequenzen im Bankensektor im Falle von schlechten Geschäftsergebnissen gesehen werden kann. Die Liberalisierung des Finanzsektors in einer Volkswirtschaft führt nun zu erweiterten Geschäftsmöglichkeiten der Banken, welche vom Autor als Aktivitäten in einem neuen Marktbereich modelliert werden. Hier stehen die Banken im Wettbewerb um einen möglichst hohen Marktanteil. Unsicherheit und ein erhöhtes Geschäftsrisiko in dem neuen Marktsegment führen aber zur Möglichkeit eines negativen Spillovers in den etablierten Marktsegmenten. Diese Möglichkeit bildet den Anreiz zu einem Herdenverhalten der Banken in dem neuen Marktsegment, welches durch das gleichzeitige Eingehen von zu hohem und ähnlichem Risiko gekennzeichnet ist. In dem Maße, in dem eine Koordination des Risikoverhaltens der Banken in dem neuen Marktsegment stattfindet, intensiviert sich hier der Wettbewerb der Banken um Marktanteile. Dies zieht in letzter Konsequenz eine erhöhte Wahrscheinlichkeit einer systemischen Bankenkrise nach sich.

Der Aufsatz „On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control“ von *Martin Hellwig* (Universität Mannheim) hinterfragt die vorherrschenden Erklärungsansätze auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung, d.h. bei der Beschreibung der Beziehungen zwischen Kreditgeber oder Anteilseigner und Unternehmensleitung. Typischerweise wird diese von Moral Hazard auf der Seite des Unternehmens gekennzeichnete Situation als Spiel modelliert, und man analysiert die Züge der einzelnen Akteure bei gegebenem Regelsystem und institutionellem Rahmen. Vor dem Hintergrund von Fallbeispielen und empirischen Untersuchungen wird jedoch deutlich, daß diese Sichtweise zu kurz greift, denn sie unterschätzt systematisch das Bestreben und den dabei aufgebotenen Einfallsreichtum von Unternehmen, eben diese als fest angenommenen Regeln und Rahmenbedingungen abzuändern. Auf diesem Weg können etwa Abhängigkeiten gegenüber Anteilseignern ver-

ringert werden, oder man immunisiert sich gegen Kontrolle von außen. Unternehmen streben beispielsweise eine Finanzierung möglichst aus Eigenmitteln an, selbst wenn dadurch profitable weitere Investitionen unterbleiben. Auch finden sich zahlreiche Belege, daß Unternehmen, oft unterstützt durch eine entsprechende Gesetzgebung, erfolgreich versuchen, Anteilseigner in ihren Entscheidungs- und Kontrollrechten zu beschränken oder sie gegeneinander auszuspielen. Diese Phänomene finden sich, wenn auch in anderen Ausprägungen, sowohl auf den kontinentaleuropäischen als auch auf den angelsächsischen Finanzmärkten. Eine adäquate Beschreibung der Unternehmensfinanzierung erfordert somit eine simultane Betrachtung des eigentlichen Kontrollproblems und der Institutionen und Regeln, in deren Rahmen es sich abspielt und auf die es wiederum zurückwirkt.

András Simon von der Ungarischen Nationalbank berichtete in dem Vortrag „Hungary's Monetary Policy and the Euro“ über das wirtschaftspolitische Umfeld und die Entwicklung der ungarischen Geldpolitik seit dem Beginn des politischen und wirtschaftlichen Liberalisierungsprozesses im Jahr 1990.

Die mit dem Fall des Eisernen Vorhangs und dem Ende der kommunistischen Herrschaft einhergehenden Veränderungen führten zu erheblicher Unsicherheit unter Politikern und der Bevölkerung über die weitere Entwicklung und die zu ergreifenden Maßnahmen. Aufgrund historischer Erfahrungen mit früheren Krisen wurde aber, anders als etwa in Tschechien, ein erheblicher Anstieg der Inflation erwartet, was teilweise zu einer Selbstvalidierung dieser Erwartungen führte. Da wichtige Reformvorhaben nicht zügig genug durchgeführt wurden, kam es im Gefolge der Mexikokrise auch in Ungarn zu einer Währungskrise und einer erheblichen Abwertung des Forint.

Im Anschluß an diese Krise wurden verschiedene geldpolitische Strategien erwogen, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die in entwickelten Volkswirtschaften angewendeten Konzepte der Geldmengensteuerung oder des Inflation Targeting schienen jedoch ungeeignet, da infolge des Strukturwandels weder eine stabile Geldnachfrage vorlag noch der geldpolitische Transmissionsmechanismus bekannt war. Man entschloß sich daher zu einer Wechselkursfixierung mit stetiger Anpassung (Crawling Peg), da der relevante Indikator gut zu beobachten und das System relativ leicht zu implementieren war. Für ein Regime mit prinzipiell festem, aber veränderbarem Wechselkurs sprach weiterhin, daß man sich gegen die mit starken Wechselkursschwankungen einhergehenden realen Effekte absichern wollte, denen Ungarn als relativ offene

Volkswirtschaft in besonderer Weise ausgesetzt wäre. Seit 1995 kam es zu einem kontinuierlichen Rückgang der Inflation, einem Wachstum des realen Sozialprodukts, einem Rückgang der Nettoauslandsverschuldung und, bedingt durch den Balassa-Samuelson-Effekt, zu einer realen Aufwertung der Währung. Diese Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung kann zu einem nicht unerheblichen Teil der Verstetigung der Geldpolitik zugeschrieben werden.

Für die weitere Entwicklung mit entscheidend ist das Verhalten der Fiskalpolitik. Aus geldpolitischer Sicht ist eine Reduzierung der öffentlichen Ausgaben wünschenswert. Anzustreben ist ferner eine weitere Reduzierung der Nettoauslandsverschuldung, da es momentan bei steigenden Zinsen noch zu einem erheblichen Abfluß von Ressourcen kommt. In bezug auf die geldpolitische Strategie wird trotz des seit 1995 erfolgten Wandels der ungarischen Volkswirtschaft dem Wechselkurs weiterhin eine wichtige Ankerrolle zukommen. Im Hinblick auf einen mittelfristigen Beitritt zur Europäischen Währungsunion schließlich ist zu beachten, daß der durch den realen Aufholprozeß bedingte Balassa-Samuelson-Effekt die Maastrichtkriterien möglicherweise inkonsistent macht und somit die Kriterien entsprechend angepaßt werden sollten.

In einer Podiumsdiskussion mit *Michael Melvin* (Arizona State University), *Hiroo Taguchi* (Bank of Japan) und *Jürgen von Hagen* (Universität Bonn) wurden unter dem Titel „The Euro – Do the Markets Get It Right?“ mögliche Ursachen der aktuellen Abwertung des Euro und die Erfolgssaussichten von Interventionen durch die EZB diskutiert.

Zwar stellt strenggenommen jeder am Markt gebildete Kurs ein Gleichgewicht dar. Von besonderem Interesse ist aber, ob sich die beobachtete Abwertung des Euro primär durch Fundamentaldaten erklären läßt. Zu beachten ist dabei, daß Erwartungen über deren zukünftige Entwicklung mindestens ebenso wichtig sind wie die aktuellen Gegebenheiten. Es gibt eine ganze Reihe von möglichen fundamentalbasierten Erklärungsansätzen. So lag beispielsweise das Wachstum der Geldmenge M3 meist über dem von der EZB vorgegebenen Zielkorridor, und insoweit dies von den Märkten als Signal für eine zukünftige Inflationsrate oberhalb des Grenzwerts von 2 % gedeutet wird, führt dies zu einem Abwertungsdruck auf den Euro. Die anhaltenden strukturellen Probleme in der Mehrzahl der Volkswirtschaften des Euro-Raumes, insbesondere auf den Arbeitsmärkten, senken das Wachstum des Potentialoutputs und damit die Attraktivität von Kapitalzuflüssen verglichen mit den USA. In Verbindung damit wäre auch denkbar, daß das Fehlen einer politischen Union und damit die unzureichende Fähigkeit, regionen- oder landesspe-

zifische Schocks auszugleichen, von potentiellen Anlegern als Schwäche des Euroraumes wahrgenommen wird, da es zu verstärkten Spannungen zwischen den betroffenen Ländern und der am Gesamtraum orientierten Geldpolitik kommen könnte. Unabhängig von den strukturellen Problemen im Euro-Raum war ferner ohnehin davon auszugehen, daß es nach dem Wegfall der Einzelwährungen zu einem Kapitalabfluß kommen würde, da Anleger, die zur Risikodiversifizierung ihres Portfolios dieses auf Anleihen in verschiedenen Währungen verteilen, nun gezwungen sind, in andere Währungen auszuweichen. Folgt man diesen Argumenten, so hängt die weitere Wechselkursentwicklung entscheidend davon ab, inwieweit die genannten Probleme gelöst werden und sich die Wachstumsaussichten relativ zu den USA verbessern. Es herrschte aber die Auffassung, daß die kurzfristige Wechselkursentwicklung zwar nicht prognostizierbar ist, es mittel- bis langfristig aber auch wieder zu einer Aufwertung gegenüber dem Dollar kommen wird.

Die Möglichkeit der Zentralbank, über Devisenmarktinterventionen den Kurs mehr als kurzfristig zu beeinflussen, war unter den Teilnehmern sehr umstritten, zumal auch empirische Untersuchungen zur Effektivität von Zentralbankinterventionen zu unterschiedlichen und in der Tendenz eher negativen Aussagen kommen. Weitgehend unstrittig war, daß Interventionen für sich genommen wenig bis nichts bewirken. Entscheidend ist bei Interventionen, daß sie von einem Politikwechsel begleitet werden, der die fundamentalen Ursachen der Abwertung beseitigt oder glaubwürdig zu beseitigen verspricht. Die Wirksamkeit beruht dann nicht auf der Intervention an sich, sondern auf dem durch sie den Marktteilnehmern vermittelten Signal über den Politikwechsel.