

## 44. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2013\*

Michael P. Evers\*\* und Harun Mirza

Das Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 14. bis zum 17. Mai 2013 auf der Insel Reichenau statt. Vorrangiges Ziel des Seminars ist, junge Wissenschaftler mit internationalen Gelehrten, Notenbankern und wissenschaftlich ausgewiesenen Praktikern zusammenzubringen. Dieser Grundgedanke ist seit der Gründung des Seminars durch Karl Brunner und Allan Meltzer vor über 40 Jahren fest verankert. Die Teilnehmer diskutieren im Rahmen des Seminars neuere Erkenntnisse zur Geldtheorie und aktuelle wirtschaftspolitische Themen. Um den gegenseitigen Austausch von Forschung und Politik zu fördern, wird das Seminar durch einen wirtschaftspolitischen Programmteil bereichert, zu dem hochrangige Persönlichkeiten aus Zentralbanken und international führenden Institutionen eingeladen werden.<sup>1</sup>

Im nun Folgenden sollen die Präsentationen der Referenten in alphabetischer Reihenfolge kurz vorgestellt werden.

*Sumru G. Altug* (Koç University) untersucht gemeinsam mit *Fabio Canova* (Universität Pompeu Fabra) in dem Papier „Do Institutions and Culture Matter for Business Cycles?“, ob sich Unterschiede in Konjunkturschwankungen in Europa, dem Nahen Osten und den nordafrikanischen Mittelmeerländern durch Unterschiede in makroökonomischen, institutionellen und kulturellen Indikatoren erklären lassen. Zunächst zeigen sie, dass konjunkturelle Zyklen im Mittelmeerraum in der Tat unterschiedlich zu EU-Zyklen sind: die Rezessionen sind in der Regel tiefer, die Aufschwünge kürzer und die gesamtwirtschaftlichen Kosten

---

\* Wir bedanken uns bei Benjamin Born, Alexander Kriwoluzky und Johannes Pfeifer für Ihre Unterstützung.

\*\* Dr. Michael P. Evers, Institut für Internationale Wirtschaftspolitik, Universität Bonn, Lennéstraße 37, 53113 Bonn, E-Mail: mevers@uni-bonn.de.

<sup>1</sup> Das Seminar wurde von Jürgen von Hagen (Universität Bonn) organisiert. Alle auf der Konferenz vorgetragenen Arbeiten sind auf der Homepage des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik als PDF-Dateien verfügbar (<http://www.iw.uni-bonn.de/konstanz>).

von Rezessionen größer. Außerdem ist die zyklische Synchronizität innerhalb des gesamten Mittelmeerraums kleiner als der Gleichlauf jeder einzelnen Region mit der EU. Zusammenfassend finden die Autoren sehr heterogene zyklische Eigenschaften im Mittelmeerraum vor.

Makroökonomische und institutionelle Indikatoren können zwar teilweise die Unterschiede in der zyklischen Synchronizität erklären, sind aber nicht in der Lage die unterschiedliche Persistenz und Amplitude der Zyklen zu erklären. Unterschiede in kulturellen Indikatoren wie Unsicherheitsvermeidung und familiären Bindungen hingegen können Unterschiede in der Tiefe von Abschwüngen und dem damit zusammenhängenden kumulierten Produktionsverlust begründen. Interessanterweise finden die Autoren, dass je größer der Unterschied in der Bedeutung der Familie ist, desto kleiner ist der Unterschied in der Schwere von Rezessionen. Andererseits sinkt die Synchronizität von Konjunkturzyklen mit der Zunahme kultureller Unterschiede. Als Fazit betonen die Autoren, dass kulturelle Unterschiede und damit einhergehende informelle Normen auch bei der Lösung der EU Schuldenkrise eine Rolle spielen könnten und von Makroökonomien und politischen Entscheidungsträgern beachtet werden sollten.

*Michał Brzoza-Brzezina* (National Bank of Poland) untersucht gemeinsam mit *Marcin Kolasa* und *Krzysztof Makarski* (beide National Bank of Poland) in dem Papier „Macprudential policy and imbalances in the euro area“, inwieweit verschiedene Instrumente zur Finanzmarktregulierung (makroprudentielle Regulierungsinstrumente) dienen können, um konjunkturelle Schwankungen in den Peripherieländern der Europäischen Währungsunion zu stabilisieren. Die Autoren argumentieren, dass die Ursache für die wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Kernländern der Währungsunion und den Peripherieländern (hier insbesondere Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) letztendlich im starken Fall der Zinsen in den Peripherieländern bei Eintritt in die Währungsunion zu finden sei. Dies habe zu einem starken wirtschaftlichen Wachstum geführt und insbesondere im Immobilien- und Bausektor einen Boom ausgelöst. Im Zuge der Finanzkrise seien diese Entwicklungen gestoppt worden und haben zu starken konjunkturellen Einbrüchen in den Peripherieländern geführt. In ihrer Arbeit untersuchen die Autoren, inwieweit makroprudentielle Regulierungsinstrumente mehr Stabilität für die Peripherieländer bringen können. Dazu beschreiben sie die Währungsunion im Rahmen eines dynamischen, stochastischen 2-Länder Modells des Allgemeinen Gleichgewichts, das sowohl einen Bankensektor

als auch einen Immobiliensektor abbildet. Im Rahmen des Modells betrachten die Autoren zwei makroprudentielle Instrumente: Zum einen wird die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an Immobilienkäufer durch einen Maximalwert des Verhältnisses des Kreditbetrages zum Marktwert der Immobilie („Loan-to-Value Ratio“, im nun folgenden als LTV abgekürzt) reglementiert. Zum anderen müssen Geschäftsbanken eine Mindesteigenkapitalquote erfüllen. Die Hauptergebnisse des Papiers lassen sich wie folgt zusammenfassen: Erstens, das LTV-Instrument kann konjunkturelle Schwankungen in den Peripherieländern erheblich abschwächen, wenn es zyklisch in den betreffenden Länder eingesetzt wird. Zweitens, makroprudentielle Instrumente sind besonders geeignet, um Schocks auf den Immobilienmärkten sowie auf den Finanzmarkt auszugleichen. Drittens, makroprudentielle Instrumente sind nur wirksam, wenn sie auf regionalspezifische Bedingungen konditioniert sind. Wendet man die Instrumente auf alle Länder der Währungsunion uniform an, reduzieren sie die konjunkturelle Volatilität in den Peripherieländern nur marginal.

*James Bullard* (Präsident der Federal Reserve Bank of St. Louis) betrachtet in dem Papier „Debt Overhang and Monetary Policy“ die mögliche Rolle von Geldpolitik bei Überschuldung der privaten Haushalte in einer Ökonomie. Gemeinsam mit *Costas Azariadis* (Washington University in St. Louis), *Aarti Singh* (University of Sydney) und *Jacek Suda* (Banque de France) stellt er dabei folgenden Zusammenhang in den Vordergrund der Arbeit: Es kommt zu einer Überschuldung der Haushalte, wenn sie unter rationaler Erwartungsbildung ein höheres zukünftiges Einkommen erwartet haben als es sich tatsächlich ex post realisiert. Gegeben das höhere erwartete Einkommen möchten bzw. müssen diese Haushalte nun den Schuldenüberhang abbauen. Der Prozess des Schuldenabbaus wird u. a. durch die Entwicklung des Realzinses beeinflusst. Je geringer der Realzins, desto geringer die Belastung der Haushalte durch die Zinslast selbst. Aber desto geringer ist auch die Diskontierung zukünftigen Einkommens und somit der realisierte Einschnitt im zukünftigen Einkommen. Unter der Annahme, dass die Zentralbank den Realzins in der Ökonomie beeinflussen kann, ist die gängige Empfehlung für die Geldpolitik, die Realzinsen zu senken. Auf der anderen Seite bedeuten niedrigere Realzinsen jedoch auch, dass Nettosparer Verluste in Kauf nehmen müssen: erstens fallen ihre Zinserträge, und zweitens fällt auch der Gegenwartswert ihrer Vermögensposition. Die Autoren erarbeiten ein Lebenszyklus-Modell des Allgemeinen Gleichgewichts mit zwei verschiedenen Typen von Haushalten, die sich durch die Einschränkung des Zu-

gangs zum Finanzmarkt unterscheiden. Die Haushalte sehen sich einer unsicheren Arbeitsproduktivität gegenüber, die durch einen stochastischen Prozess über zwei unterschiedliche Niveaus der aggregierten Arbeitsproduktivität beschrieben ist. Zu einer gleichgewichtigen Überhangverschuldung der Haushalte mit Zugang zum Finanzmarkt kommt es, wenn Haushalte im Regime hoher aggregierter Arbeitsproduktivität sich in Erwartung hoher zukünftiger Einkommen verschulden, sie dann aber von einem Regimewechsel überrascht werden, der eine niedrigere Arbeitsproduktivität und somit niedrigeres erwartetes Arbeitseinkommen bedeutet. Die Zentralbank kann zwar intervenieren und den Realzins senken, um die Belastung und den Anpassungsprozess der verschuldeten Haushalte abzufedern. Dies geschieht jedoch auf Kosten der Sparer, da implizit gegenwärtiger und zukünftiger Konsum via Einkommen auf Vermögenspositionen von den Sparern weg hin zu den verschuldeten Haushalten umverteilt wird.

In der Arbeit „The Tragedy of the Commons and Inflation Bias in the Euro Area“ geht *Valeriya Dinger* gemeinsam mit *Frank Westermann* und *Sven Steinkamp* (alle Universität Osnabrück) der Frage nach, weshalb sich in einigen Mitgliedsstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU) der Anteil der Zentralbankkredite an monetäre Finanzinstitutionen (MFI), bezogen auf die gesamte Kreditvergabe der MFIs, vervielfacht hat. Im Rahmen eines theoretischen Modells stellen die Autoren die These auf, dass dies in einer Allmende-Problematik begründet liegt. Die EZB-Politik des „full allotment“, nach der die gesamte Nachfrage nach Zentralbankkredit zum gesetzten Zins befriedigt wird, zusammen mit der in der Krise eingeführten nationalen Festsetzung der Besicherungsstandards, erlaubt es den nationalen Zentralbanken, die nationale Geldschöpfung zu steuern. Da die höhere nationale Geldschöpfung vor allem das nationale Bruttoinlandsprodukt erhöht, aber gleichzeitig die EWU-weite Inflation steigert, können die nationalen Zentralbanken diesen Anreiz nutzen und ihren Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität ausüben. Gleichzeitig können die negativen Inflationseffekte zu einem Großteil auf die anderen EWU-Länder abgewälzt werden. Da alle Zentralbanken diese negative Externalität vernachlässigen, entsteht eine systematische Tendenz zu überhöhter Zentralbankkreditvergabe und damit in längerer Frist zu höherer Inflation. Diese inflationäre Tendenz entsteht nicht durch den Entscheidungsprozess auf der Ebene der Europäischen Zentralbank, sondern durch die Veränderungen in der Implementation der Geldpolitik auf nationaler Ebene. Aufgrund dessen resultiert die Allmende-Proble-

matik in einer inflationären Tendenz, die zusätzlich zum üblichen Barro/Gordon (1983) Zeitinkonsistenz-Bias auftritt. Im Rahmen einer anschließenden empirischen Analyse wird diese Hypothese anhand der Schätzung einer Politikreaktionsfunktion der nationalen Zentralbanken überprüft und bestätigt. Während vor der Krise die Vergabe von nationalen Zentralbankkrediten vor allem auf das Preisniveau reagierte, ist dieser Effekt nach 2007 nicht mehr nachzuweisen. Stattdessen reagiert die Kreditvergabe nur noch auf die nationalen Arbeitslosenquoten. Der Zeitpunkt dieses Strukturbruchs ist konsistent mit den institutionellen Veränderungen, die eine nationale Steuerung der Zentralbankkreditvergabe ermöglichen und bestätigt damit die theoretischen Vorhersagen des Modells.

*Thorsten V. Koepl* (Queen's University, Canada) widmet sich in seinem Papier „The Limits of Central Counterparty Clearing: Collusive Moral Hazard and Market Liquidity“ der Frage, inwieweit Finanzmarkttransaktionen mittels „Central Counterparty Clearing“ (CCP) abgewickelt werden sollten. Motiviert ist die Arbeit durch die Beobachtung, dass im Nachhinein der Finanzkrise 2007-2009 die Besicherung gerade von außerbörslichen Transaktionen (Over-the-counter, OTC) von Derivaten als zu gering erachtet wird. Als Konsequenz der fehlenden oder zu geringen Besicherung dieser Geschäfte berücksichtigt die Preisfindung solcher Derivate die Kosten von Ausfällen nicht adäquat, weshalb die Preise dafür zu gering angesetzt sind. Die typische Forderung lautet deshalb, solche OTC Finanzmarkttransaktionen im Rahmen eines „Central Counterparty Clearing“ (CCP) zu institutionalisieren, um so eine geeignete Besicherung der Geschäfte und damit eine angemessene Preisfindung zu erreichen. *Thorsten Koepl* stellt die Frage, inwieweit die Abwicklung der Transaktionen über CCP das Risiko der Gegenparteien (counterparty risk) in Finanzmärkten reduzieren kann, und was die Kosten dafür sind. In seinem theoretischen Modell resultiert das Risiko der Gegenparteien aus der Annahme, dass der Käufer seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommt und somit ein Ausfall entsteht. Dies ist als stochastisches Ereignis modelliert, wobei der Käufer das Ausfallrisiko durch sein Verhalten beeinflussen kann. Das Risiko der Gegenparteien kann durch eine Besicherung der Transaktion kontrolliert werden: sie versichert den möglichen Ausfall und dient als Anreiz für den Käufer, das Risiko des Ausfalls zu minimieren. *Thorsten Koepl* zeigt in seinem Modell, dass die Abwicklung der Transaktionen durch CCP zu höherer Besicherung führen kann, wodurch die Anreize für den Käufer besser gesteuert werden.

Eine höhere Besicherung der Transaktionen selbst kann aber auch zu einer Verringerung der Marktliquidität führen. Dies stellt zusätzliche Kosten der Besicherung dar. Der Autor zieht daraus die Schlussfolgerung, dass CCP eher in liquiden Finanzmärkten einen positiven Effekt hat, wo Gegenparteien homogen sind und das Ausfallrisiko relativ unabhängig vom Verhalten der Akteure selbst ist.

*Alexander Kriwoluzky* (Universität Bonn) untersucht in dem Papier „On the low-frequency relationship between public deficits and inflation“ gemeinsam mit *Martin Kliem* (Deutsche Bundesbank) und *Samad Sarferaz* (ETH Zürich), ob in den USA ein Zusammenhang zwischen Inflation und Fiskalpolitik für den Zeitraum von 1900 bis 2011 existent ist. Das hierbei verwendete Maß für Fiskalpolitik sind Primärüberschüsse im Verhältnis zu den Staatsschulden, also das Wachstum der Staatsschulden abzüglich des realen Bruttozinses. Aktuelle theoretische Arbeiten legen den Schluss nahe, dass ein Zusammenhang der Variablen insbesondere in der langen Frist beobachtbar ist. Aus diesem Grund konzentrieren sich die Autoren auf eine Niedrig-Frequenz-Analyse der Zeitreihen. Zunächst betrachten sie den fraglichen Zusammenhang mithilfe von Streudiagrammen für verschiedenen Zeiträume. Bereits diese einfache Betrachtung weist darauf hin, dass ein langfristiger Zusammenhang zwischen Fiskalpolitik und Inflation für die USA besteht. Um eine mögliche Zeitvariation explizit zu berücksichtigen, schätzen die Autoren daraufhin eine zeitvariierende Vektor-Autoregression. Die Ergebnisse bestätigen, dass es in den USA einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen Fiskaldefiziten und Inflation gibt, der seinen Höhepunkt während der 1970er Jahre nach Zusammenbruch des Bretton-Woods Währungssystems findet. Darüber hinaus ist bemerkenswert, dass dieser positive Zusammenhang nach dem Amtsantritt Paul Volckers als „Chairman of the Federal Reserve System“ zusammenbricht. In einer kontrafaktischen Analyse zeigen die Autoren, dass der positive Zusammenhang in den 1970er Jahren auf systematische Beziehungen innerhalb der US-Ökonomie zurückzuführen ist und nicht im Zusammenhang mit spezifischen auftretenden Schocks während dieser Zeit steht. Die Autoren ziehen unter der Berücksichtigung anekdotischer Evidenz (z.B. Meltzer, 2010) den Schluss, dass der beobachtete Zusammenhang zwischen Fiskaldefiziten und Inflation in den Jahren nach 1965 sowie dessen plötzliches Verschwinden Anfang der 1980er Jahre im starken Zusammenhang mit der Unabhängigkeit und dem Verhalten der Geldpolitik steht.

*Kent Matthews* (Cardiff University) widmet sich gemeinsam mit *Vo Phuong Mai Le* (University of Sheffield), *David Meenagh*, *Patrick Minford* (beide Cardiff University) und *Zhiguo Xiao* (Fudan University) der Chinesischen Volkswirtschaft. In ihrer Arbeit „Banking and the Macroeconomy in China: A Banking Crisis Deferred?“ modellieren sie die chinesische Volkswirtschaft im Rahmen eines dynamischen stochastischen Modells des Allgemeinen Gleichgewichts (DSGE), das einen Bankensektor explizit berücksichtigt. Kern der Arbeit ist zu überprüfen, ob die Volkswirtschaft Chinas mittels eines solchen Modells abgebildet werden kann. Dazu schätzen die Autoren das theoretische Modell und testen, inwieweit das Modell den konjunkturellen Verlauf Chinas darstellen kann. Die ökonometrische Grundlage hierfür bildet die Methode der indirekten Inferenz. Die Autoren leiten aus ihrer Untersuchung ab, dass Chinas konjunkturellen Schwankungen insbesondere während der aktuellen weltwirtschaftlichen Verwerfungen hauptsächlich durch internationale Schocks auf die inländische Nachfrage erklärt werden können, wohingegen inländische Schocks auf den Chinesischen Bankensektor nicht von Bedeutung sind. Die Autoren finden, dass negative ausländische Nachfrageschocks durch Ausweitung der Kreditvergabe durch chinesische Banken sowie durch eine Erhöhung der chinesischen Staatsausgaben akkommodiert wurden. Im Rahmen des Modells verringert diese Politik zwar die Häufigkeit von konjunkturellen Abschwüngen, dafür führt sie aber zu Überkapazitäten und Instabilität in der Produktion, was sie kritisch würdigen.

*Alan Sutherland* (University of St. Andrews) und seine Koautoren *Michael B. Devereux* (University of British Columbia) und *Ozge Senay* (University of St. Andrews) setzen sich in ihrem Arbeitspapier „Nominal Stability and Financial Globalization“ mit dem Zusammenhang zwischen der finanziellen Globalisierung und der gesunkenen und weniger volatilen Inflationsrate auseinander. Die Literatur beschreibt typischerweise eine Kausalität von einem globalisierten Finanzmarkt hin zu einer niedrigeren und konstanteren Inflationsrate. *Sutherland* und seine Koautoren untersuchen, ob die Kausalität nicht umgekehrt verlief. Die Ergebnisse einer Panelregression von Bruttoauslandsvermögenspositionen („gross portfolio positions“), also die Summe aller Vermögenswerte und Verbindlichkeiten (relativ zum Bruttoinlandsprodukt), auf die Variabilität der Inflation in einem Land unterstützen eine solche Hypothese. In ihrer theoretischen Analyse stellen die Autoren ein dynamisches, stochastisches Zwei-Länder Modell des Allgemeinen Gleichgewichts mit endogener Entscheidung über das Portfolio auf. Die Geldpolitik eines Landes

wird durch eine Taylorregel abgebildet, die auf Inflation und die Output-Lücke reagiert. Die Autoren zeigen, dass eine Erhöhung des Gewichts auf Inflation, sprich eine Geldpolitik die Inflation und Inflationsvariabilität eindämmt, zu größeren Portfoliositionen führt. Die Autoren beschreiben zwei Mechanismen, die dieses Resultat bewirken, den „return volatility effect“ und den „return-income correlation effect“. Ersterer Mechanismus beinhaltet zwei Aspekte. Erstens führt die gesunkene Inflationsvolatilität zu höher Outputvolatilität, welche ihrerseits zu größeren Anlagepositionen führt. Zweitens bewirkt sie weniger Variation in marginalen Kosten und stabilisiert damit Profite und Kapitalrenditen, was ebenfalls die Investitionen am Finanzmarkt fördert. Letzterer Mechanismus funktioniert folgendermaßen: Die geringere und konstantere Inflation erhöht die absolute Korrelation zwischen den Finanzinstrumenten und dem verfügbaren Einkommen. Haushalte nutzen die Instrumente somit vermehrt um sich gegen Einkommensschocks abzusichern.

In der Arbeit „Is the UK Triple-A“ untersucht *Michael Wickens* (Cardiff University and University of York) gemeinsam mit *Vito Polito* (Cardiff Business School), welches Kreditrating Staatsanleihen des Vereinigten Königreiches haben sollten. Die Arbeit ist motiviert durch die jüngste Abwertung der Kreditfähigkeit des Landes (Februar 2013) durch die Ratingagentur Moody's, sowie durch die Ansicht des Marktes, dass eine solche Abwertung deutlich früher hätte stattfinden müssen. Da Bewertungsprozeduren von Ratingagenturen häufig undurchsichtig sind, entwickeln die Autoren eine alternative Herangehensweise um die Kreditfähigkeit eines Landes basierend auf Merton's (1974) Modell von Kreditrisiko und -ausfall zu untersuchen. Sie machen eine Vorhersage für die Schuldenquote des Landes mit Hilfe eines „reduced-form“ Modelles einer offenen Volkswirtschaft. Sie benutzen dafür ein vektorautoregressives Modell mit zeitvariablen Parametern und Volatilität. Des Weiteren präsentieren die Autoren verschiedene Prozeduren um die Schuldenobergrenze des Landes zu messen. Die erste ist eine ad-hoc Grenze, außerhalb derer angenommen wird, dass das Land entweder zahlungsunfähig ist oder aber nicht gewillt ist seine Schulden zu bedienen. Die zweite besteht darin solche Obergrenzen aus einem DSGE Modell abzuleiten, d.h. zu einem gegebenen Zeitpunkt wird berechnet wie viel sich ein Staat maximal leihen kann. Die Autoren erstellen vier verschiedene modellbasierte Schuldenobergrenzen, die sich in den Annahmen für die Fiskalpolitik unterscheiden. Veränderungen in der Fiskalpolitik können absehbar sein oder nicht und sie können von Staatsausgaben-, Steuerpolitik oder beidem gekennzeichnet sein. Basierend auf den Resultaten der Arbeit hätte die Abwer-



tung des Vereinigten Königreiches deutlich früher nämlich etwa Mitte 2008 stattfinden sollen, während sich das Land ab Ende 2010 wieder einem „Triple-A“-Rating angenähert hätte.

*Stephen Williamson* (Washington University of St. Louis) befasst sich in seinem Papier „Scarce Collateral, the Term Premium, and Quantitative Easing“ mit der unkonventionellen Geldpolitik der U.S. Amerikanischen Notenbank. Konventionelle Geldpolitik erfolgt typischerweise via Offenmarktgeschäfte, wobei durch den Kauf und Verkauf von Anleihen mit kurzfristiger Laufzeit der Nominalzins auf eine Zielgröße fixiert wird. Der Nominalzins kann beispielsweise gesenkt werden, indem die Zentralbank kurzfristige Anleihen kauft und dadurch die Geldmenge erhöht. Dies kann jedoch nur solange funktionieren, wie der Nominalzins der Anleihen positiv ist, da Arbitrage verhindert, dass der Nominalzins negativ ist. An der Nullzinsgrenze („Zero Lower Bound“) kann die Zentralbank den Zins auf kurzfristige Anleihen nicht weiter senken um damit Einfluss auf die Realwirtschaft zu nehmen, weshalb die konventionelle Geldpolitik hier scheitert. Den Ausweg hieraus sehen viele in der quantitativen Lockerung („Quantitative Easing“), wo u. a. Offenmarktgeschäfte in Anleihen mit mittleren und langen Laufzeiten durchgeführt werden. Da die Zinsstrukturkurve typischerweise eine positive Steigung hat – je länger die Laufzeit der Anleihe, desto höher ist der nominale Zinsertrag – können hier die Offenmarktgeschäfte auf Anleihen mit mittlerer und langer Laufzeit ausgedehnt werden, sofern die Zinserträge hier größer sind als null. *Stephen Williamson* stellt die Frage, weshalb die quantitative Lockerung überhaupt funktionieren sollte. Das Hauptprinzip besteht in der Fristentransformation der Anleihen durch die Zentralbank. Die Fristentransformation kann aber ebenso von Geschäftsbanken vollzogen werden. Insbesondere an der Nullzinsgrenze, wenn Geschäftsbanken eine Überschussreserve bei der Zentralbank halten, sollte es zur Neutralität der unkonventionellen Geldpolitik durch eine quantitative Lockerung kommen. Der Autor zeigt in einem theoretischen Modell, dass diese Neutralität aufgebrochen werden kann, wenn die Geschäftsbanken ihre Verbindlichkeiten (insbesondere die Einlagen) mit Anleihen besichern müssen, da die Geschäftsbanken selbst nur eingeschränkt haften. Unter den Bedingungen, dass i) die Menge an Anleihen, die als Besicherung dienen können, knapp ist, und dass ii) kurzfristige Anleihen eine höhere Pfändbarkeit haben und somit besser als Besicherung dienen als langfristige Anleihen, ist die Zinsstrukturkurve steigend mit zunehmender Laufzeit. An der Nullzinsgrenze für kurzfristige Anleihen kann die Zentralbank über den Kauf von langfristigen Anleihen dann zum einen den langfristi-

gen Zins senken. Zum anderen aber erhöht die Zentralbank dadurch den Wert der kurzfristigen Anleihen. Die Geschäftsbanken erhalten dadurch einen größeren Spielraum für die Besicherung der Einlagen, womit diese die Geldschöpfung steigern können.

Der Sprecher der diesjährigen „Policy Session“ war *Erdem Başçı*, Präsident der Zentralbank der Türkei. Er referierte über die Wachstumsaussichten der Türkei. Das Wirtschaftswachstum basiert auf drei Säulen: Preisstabilität, Finanzstabilität und Produktivitätswachstum. In seiner Präsentation setzte sich *Başçı* in erster Linie mit den ersten beiden Säulen auseinander. Die Türkei schaffte es, ihre Wirtschaft aus einem hohen Inflationsregime mit Preissteigerungsraten zwischen 30 und 70 % um die Jahrtausendwende zu befreien und die Inflation im Jahre 2004 unter 10 % zu drücken. Seitdem bewegt sie sich relativ konstant um diese Zahl herum, während sie nun auf das Inflationsziel von 5 % zusteuert. Eine niedrige Preissteigerungsrate hilft der Türkei dabei, die mit Inflation verbundenen Kosten gering zu halten und ihr Wachstumspotential besser auszunutzen. Nach einem kurzen Wachstumseinbruch Ende 2008, Anfang 2009, erholte sich die türkische Wirtschaft schnell und ist zurzeit dabei, die Outputlücke zu schließen. Fiskalpolitisch steht die Türkei nicht unter einem solchen Druck wie beispielsweise die Staaten der Eurozone. Seit 2004 lag das Budgetdefizit nur zweimal über 3 % (2009 und 2010) und die Schuldenquote konnte in den letzten Jahren deutlich unter 40 % gedrückt werden. Um die Finanzmarktstabilität zu gewährleisten bedient sich die Türkei folgender makroprudentieller Instrumente: Beleihungsquoten, Risikogewichtung von Konsumentenkrediten, generelle Rücklageanforderungen, eine Erhebung auf Konsumentenkredite, sowie Mindestreserveanforderungen. Letztere können abhängig von der Laufzeit und der Währung der Vermögenswerte sowie Verbindlichkeiten einer Bank sein. Ebenfalls können sie an das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Leverage) und an Reserveoptionen gekoppelt sein.

Abschließend lässt sich sagen, dass das 44. Konstanzer Seminar sehr erfolgreich war. Die tolle Beteiligung mit vielen intensiven Diskussionen sorgte für eine lebendige Atmosphäre des Seminars, wovon sich gerade junge und neue Teilnehmer des Seminars sehr angetan zeigten. Daher dürfen wir mit Vorfreude auf das 45. Konstanzer Seminar blicken.