

## 43. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2012

Von Michael P. Evers, Bonn

Das Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik wurde vor über 40 Jahren von Karl Brunner und Allan Meltzer ins Leben gerufen. Es steht fest in der Tradition der Begründer, die zum Ziel hatten, junge Wissenschaftler mit internationalen Gelehrten, Notenbänkern und wissenschaftlich ausgewiesenen Praktikern zusammenzubringen. Die Seminarteilnehmer 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. In diesem Jahr fand die 43. Auflage des Konstanzer Seminars vom 22. bis zum 25. Mai auf der Insel Reichenau statt.<sup>1</sup>

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

*Huixin Bi* (Bank of Canada) wendet sich in dem gemeinsam mit *Nora Traum* (North Carolina State University) verfassten Papier „Sovereign Risk Premia in the Eurozone“ der Frage nach dem „Fiskalischen Limit“ zu. Das „Fiskalische Limit“ ist die Obergrenze der öffentlichen Verschuldung, die ein Staat politisch gewillt ist zu akzeptieren. Je näher die tatsächliche Staatsverschuldung dem „Fiskalischen Limit“ kommt, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls seitens des Staates. *Bi* und *Traum* präsentieren eine Bayesianische Schätzung des „Fiskalischen Limits“ im Rahmen eines strukturellen realen Konjunkturmödells mit Rationalen Erwartungen. Das Modell bildet das „Fiskalische Limit“ als exogene Variable ab und erfasst die Interaktion zwischen fis-

---

<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.iiw.uni-bonn.de/konstanz>).

kalpolitischen Instrumenten (Staatsausgaben und Besteuerung), dem „Fiskalischen Limit“ und der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls. Mithilfe moderner ökonometrischer Methoden schätzen *Bi* und *Traum* das nicht-lineare Modell auf Basis von Europäischen Daten. Für Griechenland erhalten die Autoren das folgende Ergebnis: Zu Beginn der Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion hatte Griechenland eine positive wenngleich geringe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls, die danach bis zum Jahr 2009 praktisch auf null gefallen ist. Im Jahr 2009 sprang die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls des griechischen Staates schnell auf 6% hoch und stieg weiter bis auf 16% im vierten Quartal 2011.

*Benjamin Born* (ifo-Institut, Universität München) präsentierte das Papier „Policy Risk and the Business Cycle“, das er gemeinsam mit *Johannes Pfeifer* (Universität Tübingen) verfasst hat. Darin untersuchen sie die Rolle von Politikunsicherheit als mögliche Ursache für konjunkturelle Schwankungen. Motiviert von der Wirtschafts- und Finanzkrise stellen die Autoren die Frage, ob die außergewöhnlich hohe Unsicherheit über geld- und fiskalpolitische Interventionen infolge der „Great Recession“ in den USA die Erholung der US-Amerikanischen Volkswirtschaft gebremst hat. Dazu untersuchen sie ein Neu-Keynesianisches Modell, das sowohl Unsicherheit über politische Variablen abbildet als auch Unsicherheit über den zukünftigen Verlauf der aggregierten Produktivität. Unsicherheit der betreffenden Größen werden als exogene stochastische Prozesse mit zufälliger zeitvariierender Verteilung modelliert (Stochastische Volatilität), die unabhängig vom Modell empirisch geschätzt werden. Das zentrale Ergebnis der Arbeit ist, dass die Unsicherheit über die Geld- und Fiskalpolitik in den Daten zwar signifikant ist. Im Rahmen des Modells ist ein relevanter Einfluss dieser Unsicherheit aber auf die konjunkturellen Schwankungen selbst nicht darstellbar.

In der Arbeit „Modeling Monetary Economies: an Equivalence Result“ bieten *Gabriele Camera* (Purdue University) gemeinsam mit *YiLi Chien* (Purdue University) einen methodologischen Beitrag zur theoretischen Darstellung von Geld in ökonomischen Modellen. Sie betrachten zwei unterschiedliche theoretische Beschreibungen des Motivs zur Geldhaltung: i) das typische Kassenhaltungsmotiv in Form einer „Cash-in-Advance“-Ökonomie wie Lucas<sup>2</sup> es formuliert hat; ii) eine mikroökonomisch und verhaltenstheoretisch fundierte Beschreibung des Motivs der Geld-

---

<sup>2</sup> Lucas, R.E., Jr. (1984). Money in a theory of finance. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 21, 9–46.

haltung, wie Lagos und Wright<sup>3</sup> sie formuliert haben. *Gabriele Camera* und *YiLi Chien* zeigen im Rahmen ihrer Analyse, dass die zwei unterschiedlichen Modellierungsweisen der Geldhaltung mathematisch äquivalent sind. Die Arbeit hat damit eine überaus nützliche Bedeutung für die Modellierung von Geld in ökonomischen Modellen: Die ad-hoc formulierte „Cash-in-Advance“-Bedingung kann damit als Kunstgriff gechtfertigt werden, dem die mikroökonomisch fundierte Beschreibung der Geldhaltung in Lagos und Wright zugrunde liegt.

*Elena Carletti* (European University Institute) entwickelt in dem Papier „Credit Market Competition and Liquidity Crises“ gemeinsam mit *Agnese Leonello* (University of Pennsylvania) eine Theorie, die den Wettbewerb auf Kreditmärkten als Bestimmungsgröße für die Entwicklung von Finanzmarktkrisen in den Fokus stellt. Dem Wettbewerb auf Kreditmärkten kommt in der Theorie eine besondere Rolle zu, da er den Anreiz der Banken zur Reservehaltung bestimmt und darüber die Liquidität auf den Finanzmärkten und die Preisentwicklung der Vermögenstitel beeinflusst. *Elena Carletti* und *Agnese Leonello* beschreiben ein zwei-Perioden-Modell, in dem Banken Kredite ausgeben und Reserven halten. Die Banken sind aber aggregierten Liquiditätsschocks ausgesetzt. Im Falle eines Liquiditätsengpasses können Banken Kredite auf einem Interbankenmarkt veräußern. In dieser Modellökonomie existieren zwei Gleichgewichte: (i) ein Gleichgewicht ohne Zahlungsausfall der Banken, in dem Banken ausreichend Reserven halten um solvent zu bleiben; das Gleichgewicht ohne Zahlungsausfall stellt sich ein, wenn der Wettbewerb auf den Kreditmärkten hinreichend intensiv ist (ii) ein Gleichgewicht, in dem einige Banken einen Zahlungsausfall mit positiver Wahrscheinlichkeit erleiden. Dieses Gleichgewicht entwickelt sich, wenn der Wettbewerb auf den Kreditmärkten hinreichend gering ist und Banken eine marktbeherrschende Stellung einnehmen. Die Autoren ziehen daraus den Schluss, dass der Wettbewerb auf den Kreditmärkten die Finanzmarkttabilität fördert, da er Banken veranlasst, ausreichend Reserven gegen eine mögliche Insolvenz zu halten.

*Ester Faia* (University Frankfurt) widmet sich gemeinsam mit *Marcel Bluhm* (Xiamen University) und *Jan Pieter Krahn* (Frankfurt University) der Frage, inwieweit die Verflechtung von Banken untereinander das systemische Risiko im Finanzsystem zu einem andauernden und verbreiteten Problem gerade in der Finanz- und Wirtschaftskrise gemacht

---

<sup>3</sup> Lagos, R., and R. Wright (2005). A unified framework for monetary theory and policy analysis. *Journal of Political Economy*, 113 (3), 463-484.

hat. Das Motiv für staatliche Eingriffe in die Finanzwirtschaft sei nicht länger durch das „too-big-to-fail“-Argument begründet, sondern vielmehr durch das „too-interconnected-to-fail“-Argument. In ihrem Papier „Endogenous Banks' Networks, Cascades and Systemic Risk“ entwickeln die Autoren ein dynamisches Netzwerkmodell mit heterogenen und mikrofundierte Banken. In dem Modell sind die Banken bei ihrer optimalen Portfolioentscheidung hinsichtlich ihrer Finanzaktiva durch ihr Vermögen sowie ihrer Liquidität eingeschränkt. Die Banken handeln untereinander auf dem Interbankenmarkt, dessen Gleichgewicht mittels eines Tätonnement-Prozesses beschrieben wird. Die Modellstruktur impliziert eine Verflechtung der Banken untereinander, die endogen ist und die sich im Zeitverlauf verändert. Im Rahmen des Modells untersuchen die Autoren (i) die Diffusion des systemischen Risikos (gemessen als Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls) in der Ökonomie, (ii) die Bedeutung der individuellen Bank für das systemische Risiko, sowie (iii) die zeitliche Entwicklung der Verflechtung der Banken als Netzwerkstruktur infolge eines Finanzmarktschocks für verschiedene makroprudentielle Regime.

*Kenneth Kletzer* (University of California) charakterisiert in seinem Papier „Optimal Taxation and National Public Debts in a Monetary Union“ die optimale Besteuerung und öffentliche Verschuldung von Mitgliedsländern einer Währungsunion. Die verschiedenen Mitgliedsländer sind durch Güter- und Finanzmärkte integriert, und die öffentlichen Haushalte müssen ihre (exogenen) Staatsausgaben mittels verzerrender Einkommensbesteuerung oder mittels Defizite finanzieren. *Kenneth Kletzer* betrachtet drei unterschiedliche Szenarien hinsichtlich der Finanzierung durch Staatsverschuldung: i) Die öffentliche Verschuldung kann vollständig zustandsabhängig kontrahiert werden; ii) die Staatsschuld ist ein einfacher, nicht zustandsabhängiger Schuldtitel mit einer Laufzeit von einer Periode; iii) die öffentliche Verschuldung kann zwar vollständig zustandsabhängig kontrahiert werden, aber nur die Regierungen haben die exakte Information über die Staatsausgaben, die privaten Haushalte hingegen nicht (asymmetrische Informationen). Die Betrachtung der optimalen Einkommensbesteuerung für diese verschiedenen fiskalischen Szenarien erlaubt es *Kletzer*, eine Reihe von interessanten Ergebnissen zu erzielen. Die theoretische Analyse zeigt auf, dass die optimale zustandsabhängige Staatsverschuldung dazu genutzt wird, die allokativen Ineffizienz der Finanzierung von Staatsausgaben durch verzerrende Besteuerung über die verschiedenen möglichen Zustände der Welt und der Zeit zu glätten. Wenn die Staatsschuld nicht zustandsabhängig kontra-

hiert werden kann oder wenn es asymmetrische Informationen gibt, dann kann die allokativen Ineffizienz durch die Einkommensbesteuerung nur unvollständig ausgeglichen werden. In diesem Fall ist die Erweiterung der Währungsunion um eine Fiskalunion mit Wohlfahrtsgewinnen verbunden, weil dies eine implizite Umverteilung der steuerlichen Belastung und somit der allokativen Ineffizienz zwischen den Mitgliedsländern erlaubt.

In der Arbeit „Exchange rate regimes and fiscal multipliers“ betrachtet *Gernot Müller* (University Bonn) gemeinsam mit seinen Koautoren *Benjamin Born* (ifo Institut, München) und *Falko Jüßen* (TU Dortmund) die Wechselwirkung zwischen Wechselkursregimen und Fiskalpolitik. Sie untersuchen empirisch, welche Rolle das Wechselkursregime eines Landes für die Effektivität der Staatsausgaben hat. Die Autoren zeigen anhand von VAR Analysen von makroökonomischen Zeitreihen verschiedener OECD Länder, dass der Staatsausgabenmultiplikator unter fixen Wechselkursen größer ist als unter flexiblen Wechselkursen. Das Ergebnis ist zwar konsistent mit dem traditionellen Mundell-Fleming-Modell der offenen Volkswirtschaft. Der Effekt ist jedoch nicht so ausgeprägt wie das Modell es vermuten lässt. Insbesondere ist die Evidenz für den spezifischen Transmissionsmechanismus im Mundell-Fleming-Modell – stärkere Anpassung der Nettoexporte durch die Veränderung der Terms of Trade – in den Daten nicht gegeben. Die Autoren zeigen daraufhin, dass ein Neu-Keynesianisches Modell einer offenen Volkswirtschaft die empirischen Befunde aus der VAR-Studie ausreichend gut abbilden kann.

*Vasia Panousi* (Federal Reserve Board, New York) untersucht gemeinsam mit *Catarina Reis* (Católica Lisbon – School of Business and Economics) die optimale Besteuerung des Einkommens von physischem Kapital, wenn Unternehmer idiosynkratischen Risiken bezüglich ihrer Investitionen und ihrem Kapitaleinkommen ausgesetzt sind, die sie selber nicht versichern können. In ihrem Papier „Optimal Capital Income Taxation with Idiosyncratic Investment Risk“ zeigen sie, dass die ex ante optimale Besteuerung das diskontierte Lebenszeiteinkommen der Haushalte maximiert, das sie *nicht* aus risikobehafteten Kapitaleinkünften beziehen. Die Steuerrate selbst steht in Abhängigkeit zum idiosynkratischen Risiko der Unternehmer: i) für ein geringes Risiko bezüglich der Investitionen und dem Kapitaleinkommen ist die Steuerrate positiv und stimmt mit der Steuerrate überein, die den aggregierte Kapitalstock und die Produktion maximiert; ii) ist das Risiko hingegen hoch, dann ist die

Steuerrate negativ und Investitionen werden subventioniert. Die Intuition für das Ergebnis ergibt sich aus der Externalität des individuellen Verhaltens der Unternehmer bei Risiko: Bei geringem Risiko investieren sie mehr als es sozial optimal wäre. Bei hohem Risiko investieren die Unternehmer weniger als es sozial optimal ist. Die Besteuerung auf Kapitaleinkommen wirkt dann als Versicherungsmechanismus gegen idiosynkratische Risiken.

In dem Papier „How Useful are DSGE Macroeconomic Models for Forecasting?“ vergleicht *Michael Wickens* (Cardiff University) die Prognosegüte von Dynamischen Stochastischen Modellen des Allgemeinen Gleichgewichts (DSGE-Modelle) mit statistischen Zeitreihenmodellen und offiziellen Prognosen von verschiedenen Zentralbanken. Im Vergleich zu rein statistischen Vorhersagen und den offiziellen Vorhersagen sind die Prognosen auf Basis der DSGE-Modelle nicht akkurate, sie sind aber auch nicht schlechter. Alle drei Prognosevarianten konnten weder das Eintreten der Rezession im Jahr 2007 vorhersagen, noch konnten sie selbst nach Eintreten der Rezession die Vorhersagegüte verbessern. *Michael Wickens* sieht den Grund für das ähnlich schlechte Abschneiden der DSGE-Modelle in deren autoregressiver Struktur: Ähnlich wie bei den rein statistischen Verfahren können im Rahmen der DSGE-Modelle vorausschauendes Verhalten der Agenten nur schwer abgebildet werden, weil in der empirischen Umsetzung der Modelle die Vorausschau selber Gegenstand einer statistischen Prognose ist. Sein Fazit ist, dass die Eigenschaften der DSGE-Modelle nicht anhand ihrer Prognosefähigkeiten getestet werden sollten.

*Timo Wollmershäuser* (ifo-Institut, Universität München) stellte seine gemeinsame Arbeit mit *Hans-Werner Sinn* (ifo-Institut, Universität München) zum Thema Target-Verbindlichkeiten im Euroraum vor. In dem Papier „Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility“ argumentieren die Autoren, dass die Kapitalbilanzsalden („Zahlungsbilanzsalden“ in der Terminologie der Autoren) in der Europäischen Währungsunion ähnliche Ausmaße angenommen haben, wie die Kapitalbilanzsalden, die zum Aufbrechen des Bretton Woods Systems geführt haben. Die Kapitalbilanzsalden in den GIIPS-Ländern (Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien) werden zum Teil durch Schöpfung von Zentralbankgeld der nationalen Zentralbanken finanziert. Die Target-Verbindlichkeiten der GIIPS-Länder im Eurosystem betragen im August 2011 bereits 404 Mrd. Euro. Das zusätzliche Zentralbankgeld der GIIPS-Länder floss in die Mitgliedsländer, die einen Leis-

tungsbilanzüberschuss erzielt haben und Target-Forderungen gegenüber den GIIPS-Ländern halten (v.a. Deutschland, aber auch die Niederlande und Finnland).

Das durch die Target-Salden zusätzlich geschaffene Zentralbankgeld verdränge die Geldschöpfung durch Repo-Geschäfte in den Ländern mit Target-Forderungen. In dieser Hinsicht, so argumentieren *Timo Wollmershäuser* und *Hans-Werner Sinn*, habe das Europäische Zentralbanksystem einen öffentlichen Kapitalexport der Geberländer erzwungen und somit die private Kapitalflucht aus den GIIPS kompensiert.

Der diesjährige Sprecher der traditionellen „Policy Session“ war *Peter Praet*, Direktoriumsmitglied der Europäischen Zentralbank. *Peter Praet* sprach über die aktuelle Krisensituation in der Europäischen Währungsunion. Er zeigte die historische Dimension der Währungsunion auf und betonte dabei die kulturhistorische wie auch politische Bedeutung der Währungsunion für Europa. Er skizzierte seine Analyse einiger Krisenländer und hob hervor, dass die makroökonomischen Problemfelder sich in den verschiedenen Ländern stark unterscheiden. Dies sei der Grund dafür, dass es vermutlich keine schnelle, einfache und allgemeingültige Lösung der Krise gäbe.

Das 43. Konstanzer Seminar war ein voller Erfolg. Die großartige Beteiligung mit zahllosen Diskussionen sorgte für einen regen Austausch von Ideen und Meinungen. Ein besonderer Dank gilt den Korreferenten, die mit Ihren konstruktiven Beiträgen die Gründungsdienst für die tolle Diskussionskultur bildeten. Gerade junge Teilnehmer zeigten sich von der lebendigen Atmosphäre des Seminars sehr angetan. Daher darf mit Vorfreude auf die 44. Auflage des traditionsreichen Konstanzer Seminars geblickt werden.

