

## Berichte

### Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1998

Von Stephan Kohns, Bonn

Vom 9. bis 12. Juni 1998 fand auf der Insel Reichenau das 29. Konstanzer Seminar zu Geldtheorie und Geldpolitik statt. In den einzelnen Sitzungen des Seminars wurden neue Erkenntnisse aus der Wissenschaft vorgestellt und Probleme der Asienkrise sowie der Europäischen Währungsunion diskutiert. Wie bereits in den vergangenen Jahren wurde das Seminar von *Manfred J. M. Neumann* (Bonn) organisiert.

*Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum* und *Charles Evans* entwickeln in „Modeling Money“ eine Strategie, mit der monetäre Konjunkturzyklusmodelle auf ihre empirische Plausibilität überprüft werden sollen. Zu diesem Zweck wird ein Modell mit einer Cash-in-Advance-Restriktion und einem unvollkommenen Kreditmarkt betrachtet, das persistente Liquiditätseffekte nach einer Ausweitung des Geldmengenwachstums generiert. Geldpolitik wird als ein univariater Prozeß modelliert, der durch gegenwärtige und vergangene geldpolitische Schocks bestimmt wird. Wenn die Geldbasis oder M1 als Geldpolitikvariable verwendet werden, zeigt sich, daß ein Schock kurzfristig nur einen geringen Einfluß auf die Wachstumsrate der Geldmenge hat, wogegen der langfristige Effekt sehr viel stärker ist. Das Modell ist in der Lage, die empirischen Fakten für die USA zu reproduzieren. Konkret ergibt sich als Antwort auf einen kontraktiven geldpolitischen Impuls ein andauernder Anstieg des Zinssatzes und – mit einer zeitlichen Verzögerung – ein Rückgang der Beschäftigung sowie ein Sinken des Preisniveaus.

Die in der Literatur diskutierten Ansätze zur Erklärung von Währungskrisen lassen sich in zwei große Gruppen unterteilen: Die erste Gruppe betrachtet Abweichungen in den Fundamental faktoren als wesentliche Ursache von Währungskrisen, während in der zweiten Gruppe das Hauptaugenmerk auf spekulativen Attacken und sich selbst erfüllende Erwartungen gerichtet ist. In „The Sources of the European

Currency Crises: An Empirical Analysis“ unternimmt Axel A. Weber den Versuch, am Beispiel der EWS-Krise zwischen diesen beiden Ansätzen zu diskriminieren. Aufbauend auf einem strukturellen vektorautoregressiven Modell, das sowohl Abweichungen in den Fundamental faktoren als auch das Auftreten von spekulativen Komponenten zuläßt, wird gezeigt, daß ein Großteil der Wechselkursbewegungen im EWS (relativ zur DM) durch Bewegungen der Fundamental faktoren, insbesondere eine zu expansive Geldpolitik, erklärt werden kann. Ein Teil der Wechselkursbewegung ist jedoch auch auf spekulative Komponenten zurückzuführen. Dies gilt vor allem für den Französischen Franc vor der Währungskrise des Jahres 1992. Die Analyse zeigt insgesamt, daß Währungskrisen im allgemeinen sehr spezifische Ursachen haben und nur bedingt miteinander verglichen werden können.

In „The Federal Reserve’s Operating Procedure, Nonborrowed Reserves, Borrowed Reserves and the Liquidity Effect“ untersucht Daniel L. Thornton, inwieweit sich in den USA Belege für das Vorhandensein des Liquiditätseffekts finden lassen. Er legt dar, daß die in anderen Studien gefundenen Belege für diesen Effekt auch aus einer endogenen Reaktion des Federal Reserve Open Market Committee (FOMC) auf Änderungen in der Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld resultieren können. Eine empirische Überprüfung bestätigt diese Vermutung. Die Kernaussage des Aufsatzes ist somit, daß das FOMC die Federal Funds Rate nicht als aktives Politikinstrument einsetzt, sondern diese lediglich in Reaktion auf Nachfrageänderungen anpaßt.

Die Effekte von sterilisierten Zentralbankinterventionen am Devisenmarkt für US-Dollar und Schweizer Franken sind Gegenstand der Untersuchung „Exchange Rate Effects of Central Bank Interventions: An Analysis of Transaction Prices“ von Andreas Fischer und Mathias Zur Linden. Grundlage ist ein Datensatz mit Beobachtungen von 1986 - 1994, der sowohl Interventionen der Zentralbank als auch gewöhnliche Deviengeschäfte im Auftrag der Regierung umfaßt. Da die Art des Geschäfts zeitgleich bekanntgegeben wird, kann zwischen der Wechselkurswirkung von Interventionen und gewöhnlichen Transaktionen unterschieden werden. Die Untersuchung zeigt, daß in einer Folge zusammenhängender Interventionen lediglich die erste einen signifikanten Einfluß auf den Wechselkurs hat. Nachfolgende Interventionen und gewöhnliche Deviengeschäfte wirken sich nicht systematisch auf den Wechselkurs aus.

Bei der Analyse von Devisenkassakursen fallen mehrere empirische Regelmäßigkeiten ins Auge: Wechselkurszeitreihen scheinen integrierte Prozesse erster Ordnung zu sein, sie sind heteroskedastisch mit Perioden

verstärkter Volatilität (volatility clustering), und schließlich ist die Verteilung der Erträge weniger stark gewölbt als die Normalverteilung (große Kurtosis), so daß sich mehr Wahrscheinlichkeitsmasse in den Schwänzen der Verteilung findet. *Thomas Lux* und *Michele Marchesi* versuchen in „Volatility Clustering in Financial Markets: A Micro Simulation of Interacting Agents“, diese Beobachtungen in einem Modell mit teilweise irrationalem Verhalten von Marktteilnehmern zu erklären. Sie unterscheiden zwei Gruppen von Händlern: „Fundamentalisten“, die sich in ihren Wechselkurserwartungen an den Fundamentalfaktoren orientieren, und „Chartisten“, die ihre Wechselkurserwartungen in Abhängigkeit von der Meinung anderer Marktteilnehmer und der aktuellen Kursentwicklung bilden. Individuen wechseln mit endogenen Wahrscheinlichkeiten zwischen den einzelnen Gruppen. In der Nähe des Gleichgewichtskurses sind die Anteile beider Gruppen unbestimmt. Überschreitet der Anteil der Chartisten einen gewissen Schwellenwert, wird das Gleichgewicht instabil, und es kommt für kurze Zeit zu starken Wechselkursschwankungen. Die von den Autoren aus diesem Modell gewonnenen simulierten Zeitreihen weisen daher ebenfalls das in der Realität beobachtete volatility clustering auf, und auch die beiden anderen Merkmale – Einheitswurzeln und große Kurtosis – finden sich in den simulierten Daten wieder.

*Anne C. Sibert* und *Alan Sutherland* gehen in „Monetary Regimes and Labour Market Reform“ der Frage nach, wie sich unkoordinierte und koordinierte Geldpolitik sowie eine Währungsunion in den beteiligten Ländern hinsichtlich Inflationsraten, Wohlfahrt und des Anreizes zu Strukturreformen – etwa am Arbeitsmarkt – auswirken. Grundlage ihrer Untersuchung ist ein spieltheoretischer Ansatz mit den Zentralbanken und privaten Sektoren der einzelnen Länder als Spielern. Unerwartete Inflation führt zu Outputgewinnen im betroffenen Land, hat aber zugleich negative externe Effekte in den anderen Ländern. Eine Strukturreform verringert zwar die Diskrepanz zwischen tatsächlichem und gewünschtem Output, verursacht aber auch Kosten. Da die Privaten im Gleichgewicht die einzelnen Inflationsraten antizipieren, kann die Geldpolitik keine Outputgewinne erzielen. Dies erhöht den Anreiz, statt dessen Strukturreformen durchzuführen. Die Autoren weisen nun nach, daß bei unkoordinierter Geldpolitik der Umfang der durchgeführten Reformen am größten und bei einer Währungsunion am geringsten ist. Die Inflationsrate in einer Währungsunion ist stets höher als in den beiden anderen Regimen, während sie bei koordinierter Geldpolitik sowohl höher als auch niedriger sein kann als bei unkoordinierter Geld-

politik. Hinsichtlich des Wohlfahrtsvergleichs muß beachtet werden, daß Reformen Kosten verursachen und es möglicherweise zu einem suboptimal hohen Umfang an Strukturreformen kommen kann. Es wird gezeigt, daß trotz der geringeren Reformen die Wohlfahrt bei koordinierter Geldpolitik höher ist als bei unkoordinierter. Die Wohlfahrt unter einer Währungsunion kann sowohl höher als auch niedriger sein als bei unkoordinierter oder koordinierter Geldpolitik.

Gegenstand des Vortrages „Exchange Rate Regime, Volatility and International Correlations on Bond and Stock Markets“ von *Vincent Bodart* und *Paul Reding* ist eine empirische Analyse des Einflusses, den das Wechselkursregime auf die Volatilität und die internationale Korrelation von Renten- und Aktienmärkten ausübt. Hierzu wird am Beispiel des EWS von 1989 bis 1994 untersucht, inwieweit sich diese beiden Größen in Perioden unterschiedlicher Wechselkursvariabilität und zwischen Ländern, die sich in der Glaubwürdigkeit ihrer Anbindung an die DM unterscheiden, entwickeln. Die Autoren finden einen engen Zusammenhang zwischen den Volatilitäten am Devisen- und am Rentenmarkt, während die Volatilität am Aktienmarkt mehr von länderspezifischen Entwicklungen abhängig zu sein scheint. Im Falle einer glaubwürdigen Wechselkursfixierung geht die Volatilität am Rentenmarkt zurück. Die Korrelation des nationalen Rentenmarktes mit dem deutschen Markt hängt wesentlich von der Wechselkursvolatilität ab, d.h., wenn diese steigt, so läßt sich ein starker Rückgang der Korrelation beobachten. Für die Aktienmärkte gilt ein ähnliches Ergebnis, jedoch sind die Effekte dort wesentlich schwächer ausgeprägt, was wiederum Ausdruck einer größeren Bedeutung länderspezifischer Schocks sein mag. Insgesamt deutet die Studie darauf hin, daß ein nicht unerheblicher Teil der auf den Kapitalmärkten des EWS beobachteten Schwankungen in Volatilität und internationaler Korrelation auf die Eigenschaften des zugrundeliegenden Wechselkursregimes zurückgeführt werden kann.

In einer Podiumsdiskussion mit *Shinichi Yoshikuni*, *Martin Eichenbaum* und *Alan Meltzer* zur Asienkrise wurden deren Ursachen, mögliche Auswege und aus der Krise zu ziehende Lehren behandelt.

Begünstigt durch Vetternwirtschaft sowie die enge Verflechtung von Banken und Unternehmen wurden in den letzten Jahren Investitionen mit zunehmendem Risiko durchgeführt, während in den Anfangsjahren des Booms noch solche mit hohem Ertrag und geringem Risiko möglich waren. Ein weiterer wichtiger Faktor bei der Durchführung von ineffizienten Investitionen waren implizite staatliche Garantien (die oft nach Ausbruch der Krise explizit gemacht wurden), so daß auch aus der Sicht

ausländischer Investoren kein Risiko vorlag oder vorzuliegen schien. Sobald die Währungsreserven der Regierung die Garantien dann nicht mehr decken konnten, wurde die Krise akut.

Eine vorangehende expansive Fiskalpolitik, wie sie in der traditionellen Literatur zu Währungskrisen auftaucht, liegt der Asienkrise sicherlich nicht zugrunde. Bei der Betrachtung der erwarteten zukünftigen Fiskalpolitik ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Wird erwartet, daß die fällig werdenden impliziten und expliziten Garantien nicht durch Steuererhöhungen finanziert werden können, so bleibt als Alternative nur eine Geldfinanzierung. Die erwartete höhere Inflationsrate führt dann zu Abwertungsdruck und einer Währungskrise.

Ein für das Übergreifen der Krise auf die ganze Region bedeutsamer Punkt ist, daß die südostasiatischen Volkswirtschaften stark von Exporten nach Japan abhängen und von der Abwertung der chinesischen Währung und der japanische Rezession besonders hart betroffen waren. Die Koppelung der eigenen Wechselkurse an den Dollar bei gleichzeitiger Abwertung des Yen führte darüber hinaus zu zusätzlichen Wettbewerbsnachteilen gegenüber Japan auf gemeinsamen Exportmärkten. Vor diesem Hintergrund ist für eine Erholung in den von der Asienkrise betroffenen Volkswirtschaften ein Ende der Stagnation in Japan unabdingbar.

Die ausländischen Gläubigerbanken hatten sich teilweise unzureichend über die Lage etwa der kreditnehmenden koreanischen Banken informiert. Ein wesentlicher Grund hierfür war das nach den Erfahrungen der Pesokrise gewonnene Vertrauen, daß es im Falle einer Krise zu einem „bailout“ durch den IWF kommen würde. Insofern trugen die internationalen Banken ein wesentlich niedrigeres Risiko als die betroffenen Länder. Vor diesem Hintergrund sollte der IWF, der zumindest in den Augen der Gläubiger die Rolle eines „lender of first resort“ eingenommen zu haben scheint, wieder zu einem lender of last resort werden. Ein noch weitergehender Vorschlag war, den IWF durch mehrere von politischem Einfluß unabhängige und im Wettbewerb miteinander stehende Institutionen zu ersetzen.

„Monetary Policy in Euroland“ war der Titel des Vortrages von *Marc-Olivier Strauss-Kahn* (Banque de France), in dem er eine Einschätzung über die Ausgangslage und die Perspektiven der Geldpolitik in der Währungsunion gab.

Das Hauptziel Preisstabilität wird wohl im Sinne einer Inflationsrate zwischen 0 % und 2 % verstanden werden. Ob aber ein Punktziel oder ein Kredit und Kapital 4/1998

Bereich angestrebte wird, ist noch unklar. In der geldpolitischen Praxis ist eine pragmatische Mischung zwischen einer Geldmengensteuerung und einem Inflationsziel zu erwarten, zumal die empirischen Erfolge eines Inflationsziels wegen des kurzen Beobachtungshorizontes noch nicht genügend aussagekräftig sind.

Zur Zeit herrscht bereits ein hoher Grad an nominaler Konvergenz, und auch das Ausmaß der realen Konvergenz nimmt zu. So verläuft etwa die Konjunkturentwicklung in Frankreich und Deutschland bereits sehr synchron. Auch herrscht in beiden Ökonomien ähnlicher Reformbedarf. Zwar ist der Konjunkturverlauf in den Niederlanden und in Irland asynchron, doch repräsentieren diese Länder nur einen geringen Anteil am Sozialprodukt der EWU-Teilnehmer. Die kurzfristigen Zinssätze werden sich daher eher an den Bedürfnissen der noch in einer Erholungsphase befindlichen Volkswirtschaften orientieren, und Länder, für die diese Politik der EZB weniger geeignet ist, müssen gegebenenfalls mit Mitteln der Fiskalpolitik gegensteuern. Die verglichen mit den USA geringere Arbeitskräftemobilität in Europa hat eine geringere Bedeutung als die Flexibilität der nationalen Arbeitsmärkte, aber auch diese muß in einigen Ländern noch verbessert werden.

Hinsichtlich der Umsetzung der Geldpolitik ist davon auszugehen, daß die zentral bei der EZB getroffenen Entscheidungen weitestgehend dezentral ausgeführt werden. Hierfür sprechen die größere Marktnähe und Marktkenntnis der nationalen Zentralbanken, zumal die Geschäftsbanken weiterhin nur dort und nicht bei der EZB selbst Konten unterhalten werden.

Der neu entstehende Währungsraum hat eine ähnliche Größe wie der Dollar- und der Yen-Raum, und es ist anzunehmen, daß der Dollar einen Teil seiner dominierenden Rolle zugunsten des Euro einbüßen wird. Dieser Prozeß wird sich aber nur sehr langsam vollziehen, zumal auch Großbritannien noch nicht in die Währungsunion eingebunden ist. Sofern der Euro sich zu einer bedeutsamen Reservewährung entwickelt, entstehen für die Geldpolitik zwar zusätzliche Schwierigkeiten durch eine höhere Volatilität der Geldnachfrage sowie größere Wechselkurs-schwankungen als Folge von Portfolioumschichtungen, aber insgesamt sind dies nur begrenzte und durchaus beherrschbare Probleme.