

Wie sehr soll die Geldpolitik auf andere wirtschafts- politische Entschei- dungsträger achten? Die Bundesbank- Frühjahrskonferenz 2003

Im Mai hat die Bundesbank ihre fünfte Frühjahrskonferenz veranstaltet. Gegenstand war die Frage, wie sehr eine Zentralbank bei ihren Entscheidungen das Verhalten anderer wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger mitberücksichtigen sollte. Damit waren zum einen ausländische Zentralbanken, zum anderen die Finanzpolitik gemeint. Dieser Komplex ist in den letzten Jahren von der Wissenschaft stärker untersucht worden. Gleichzeitig wird die Wirtschaftspolitik verstärkt mit den aufgeworfenen Fragen konfrontiert. Die Konferenz konnte erwartungsgemäß keine abschließenden Antworten geben. Sie hat aber auf einige bedeutsame und auch neue Argumente aufmerksam gemacht, die in dieser Diskussion zu beachten sind.

Gegenwärtig steht die Geldpolitik wieder in vielen Ländern vor der Frage, wie sehr sie bei ihren Entscheidungen darauf Rücksicht nehmen soll, wie sich andere wirtschaftspolitische Entscheidungsträger im In- und Ausland verhalten. Ein einschlägiger Komplex ist die Beziehung zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik. Wird die Geldpolitik vom Verhalten der Fiskalpolitik beeinträchtigt oder unterstützt und welche Regeln für die einzelnen Politikbereiche entschärfen mögliche Konflikte? Die Diskussion um den Stabilitäts- und Wachstumspakt in Europa und die entsprechenden Vorschriften des Vertrags von Maastricht über öffentliche Defizite und Verschuldung der Teilnehmer der Währungsunion sind ein Beispiel dafür, wie wichtig die Beziehungen zwi-

*Fragen von
wirtschafts-
politischer
Relevanz*

schen diesen beiden Politikbereichen genommen werden. Ein anderes Themengebiet ist das Verhältnis zwischen in- und ausländischer Geldpolitik. In vielen Ländern wird heute zum Beispiel darüber nachgedacht, ob sich die eigene Zentralbank an die Politik des Auslands binden soll, indem sie die Wechselkurse fixiert oder zumindest bei den eigenen Entscheidungen berücksichtigt, oder ob die Wechselkurse frei schwanken sollen. Schließlich kann man beide Fragestellungen miteinander verknüpfen und das Zusammenwirken von Geld- und Fiskalpolitik in einem internationalen Rahmen diskutieren. Eine wichtige Frage ist hier unter anderem, wie die Finanzpolitik in einer Währungsunion aussehen soll, oder genereller, welche Folgerungen sich aus der Wahl eines bestimmten Wechselkurssystems für die internationale Abstimmung in der Finanzpolitik ergeben?

Die akademisch geprägte Konferenz hatte jedoch nicht zum Ziel, Antworten auf aktuelle Fragestellungen zu geben. Es war vielmehr ihr Anliegen, theoretische und empirische Modelle zu diskutieren, die helfen können, konkrete Probleme besser zu analysieren, gängige Argumente zu durchleuchten und auch eine Basis für künftige Lösungsvorschläge zu schaffen. Das Konferenzprogramm ist auf Seite 81 abgedruckt.

In der Wissenschaft besteht heute eine Tendenz, Aussagen auf der Basis von Modellen zu machen, die ein allgemeines Gleichgewicht beschreiben, und die aus sehr grundsätzlichen Überlegungen abgeleitet sind. Dazu gehört, dass Haushalte ihre Nutzen und Unternehmen ihre Gewinne maximieren und

dass Erwartungen konsistent aus der Struktur des verwendeten Modells abgeleitet werden. Mit solchen Modellen ist man besser gegen den Vorwurf gefeit, dass man zu falschen Schlussfolgerungen gekommen ist, weil Verhaltensweisen einfach fortgeschrieben wurden, statt sie aus den genannten Prinzipien abzuleiten. Darüber hinaus sind solche Modelle grundsätzlich dazu geeignet, Implikationen von wirtschaftspolitischen Maßnahmen für die Wohlfahrt eines Landes aufzuzeigen. Die auf der Konferenz vorgetragenen Analysen haben sich durchweg darum bemüht, diesen strengen Anforderungen an den Modellrahmen zu genügen.

Allerdings hat diese Vorgehensweise auch ihren Preis. Die Analyse wird komplexer und viele Erscheinungen in der Realität können nur ungenügend berücksichtigt werden. Es ist deshalb gegenwärtig in der Wissenschaft ein wichtiges Anliegen herauszufinden, welche Aspekte der Wirtschaft in die Betrachtung aufzunehmen sind, damit ein Modell Gesetzmäßigkeiten abbildet, die empirisch bedeutsam sind, ohne dass seine Handhabbarkeit verloren geht; umgekehrt wollen wir wissen, wie robust manche Schlussfolgerungen sind, wenn der Modellrahmen erweitert oder modifiziert wird. Auf der Konferenz wurde zum Beispiel gezeigt, dass die Berücksichtigung unvollständiger Konkurrenz zwischen Unternehmen und nicht vollkommen flexibler Preise in einer Volkswirtschaft Konsequenzen für die Gestaltung einer Geld- und Fiskalpolitik hat, die die Wohlfahrt in einer Gesellschaft maximiert. Unter anderem ergibt sich aus unvollkommener Konkurrenz, dass positive Zinsen wohlfahrtsökonomisch vorteil-

Monetary policy: How relevant are other policymakers? *)

Programm der Konferenz am 2. und 3. Mai 2003

Begrüßung durch Hermann Remsperger (Deutsche Bundesbank)

Optimal fiscal and monetary policy under imperfect competition

Stephanie Schmitt-Grohé (Rutgers University), Martin Uribe (University of Pennsylvania)

Diskutant: Charles Carlstrom (Federal Reserve Bank of Cleveland), Harald Uhlig (Humboldt Universität)

Are countercyclical fiscal policies counterproductive?

David Gordon (Clemson University), Eric Leeper (Indiana University)

Diskutant: Henning Bohn (University of California, Santa Barbara), Carsten Detken (Europäische Zentralbank)

Mark-up fluctuations and fiscal policy stabilization in a monetary union

Henrik Jensen (University of Copenhagen), Roel Beetsma (University of Amsterdam)

Diskutant: Frank Smets (Europäische Zentralbank), Ester Faia (University Pompeu Fabra)

Active monetary policy, passive fiscal policy and the value of public debt: Some further monetarist arithmetic

Leopold von Thadden (Deutsche Bundesbank)

Diskutant: David Gordon (Clemson University), Marco Hoeberichts (De Nederlandsche Bank)

The interaction of fiscal and monetary policies:

Some evidence using structural econometric models

Anton Muscatelli (University of Glasgow), Patrizio Tirelli (University of Milan), Carmine Trecroci (University of Brescia)

* Die Konferenz wurde in englischer Sprache abgehalten.

Diskutant: Carlo Favero (University Bocconi), Axel Weber (Universität Köln)

Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?

Matthew Canzoneri (Georgetown University), Bob Cumby (Georgetown University), Behzad Diba (Georgetown University)

Diskutant: Hans Peter Grüner (Universität Mannheim), Allan Bödskov Andersen (Danmarks Nationalbank)

Monetary policy rules in an interdependent world

Robert Kollmann (Universität Bonn)

Diskutant: Simon Wren-Lewis (University of Exeter), Andreas Schabert (Universität Köln)

Monetary and fiscal interactions in open economies

Giovanni Lombardo (Deutsche Bundesbank), Alan Sutherland (University of St. Andrews)

Diskutant: Javier Valles (Bank of Spain), Campbell Leith (University of Glasgow)

Exchange rate policy and endogenous price flexibility

Michael Devereux (University of British Columbia)

Diskutant: Luca Guerrieri (Federal Reserve Board), Fabio Ghironi (Boston College)

Zusammenfassung der Konferenz

Bennett T. McCallum (Carnegie Mellon University), Giancarlo Corsetti (Yale University)

Deutsche Bundesbank

haft sind; Trägheiten im Preisbildungsprozess können begründen, warum Notenbanken niedrige und stetige Inflationsraten statt eines hoch volatilen Preisniveaus anstreben sollen. Diese Schlussfolgerungen mögen zunächst trivial erscheinen. Sie stärken aber unsere Zuversicht, dass diese Klasse von ökonomischen Modellen in der Lage ist, auch weitere, weniger offensichtliche Erkenntnisse zu ermöglichen.

Bei der Analyse des Verhältnisses zwischen Geld- und Fiskalpolitik können unterschiedliche Aspekte in den Vordergrund gerückt werden. Zum Beispiel kann man die Frage stellen, wie eine „allmächtige Regierung“ die Instrumente, die den beiden Politikbereichen zur Verfügung stehen, nutzen soll, um ein optimales Ergebnis für die Volkswirtschaft zu erreichen. Das Ergebnis ist dann ein Maßstab zur Beurteilung suboptimaler Politiken, die aber realistischer erscheinen. In anderen Ansätzen wird eher herausgestellt, dass die beiden Politikbereiche in der Verantwortung von verschiedenen Institutionen mit unterschiedlichen Zielen liegen. Dies führt zu strategischen Interaktionen, und die Frage ist, bei welchen Konstellationen sich Geld- und Fiskalpolitik eher unterstützen oder wann sie eher in Konflikt zueinander stehen. Schließlich kann man den Standpunkt noch etwas verändern und etwa aus Sicht der Geldpolitik die Frage stellen, inwieweit ein bestimmtes Verhalten der Finanzpolitik die Geldpolitik darin behindert, ihr Ziel zu erreichen. Je nach Fragestellung ist es sinnvoll, eher die eine oder die andere Perspektive einzunehmen.

Eine Voraussetzung, um sich diesen komplexen Fragen nähern zu können ist es, sich über die wichtigsten Wirkungskanäle der Politikbereiche und ihre gegenseitigen Abhängigkeiten im Klaren zu sein. Zwischen Geld- und Fiskalpolitik bestehen direkte Beziehungen, weil in der Regel Notenbankgewinne an den Staat abgeführt werden. Die Geldpolitik kann die Situation der öffentlichen Finanzen auch deshalb beeinflussen, weil sie über die Bestimmung des Preisniveaus den Realwert der Staatsschuld mitbestimmt. Schließlich gibt es indirektere Bezugspunkte, weil Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam interessierende Größen in der Volkswirtschaft, wie die Nachfrage, beeinflussen. Alle diese Aspekte spielten auf der Konferenz eine Rolle.

Hinsichtlich der Wirkungskanäle wurde insbesondere auch auf die von der Fiskalpolitik ausgelösten Erwartungseffekte hingewiesen, etwa in dem Sinn, dass heutige Defizite künftig zu höheren Steuern oder niedrigeren Ausgaben führen müssen. Die Berücksichtigung solcher Effekte lassen nach einer vorgestellten Studie in den USA die antizyklisch gemeinte Fiskalpolitik in einem deutlich ungünstigeren Licht erscheinen. Dies ist letztlich auch relevant für die Frage, ob man aus Sicht der Geldpolitik die Finanzpolitik eher als strategischen Partner oder als potenziellen Störfaktor ansehen sollte. In einem anderen Papier wurde ebenfalls der Eindruck vermittelt, dass zumindest die diskretionäre Komponente der amerikanischen Fiskalpolitik eher störend als stabilisierend auf die Wirtschaftsentwicklung gewirkt hat. Allerdings wurde hier gleichzeitig der Schluss gezogen, dass die Geldpolitik dadurch nicht ernsthaft in Verlegenheit ge-

*Komplexe
Beziehungen
zwischen Geld-
und Fiskalpolitik*

bracht wurde. In diesem Papier wurden auch Bedenken relativiert, dass es der Geldpolitik in Europa oder in den USA wegen einer zunehmenden Staatsverschuldung nicht gelingen könne, die Inflationserwartungen mit geldpolitischen Mitteln zu verankern. In der Diskussion wurde allerdings darauf hingewiesen, dass hier wichtige Aspekte der europäischen Debatte vernachlässigt worden sind. Insbesondere wurden mögliche Koordinationsdefizite und externe Effekte in den europäischen Fiskalpolitiken nicht gewürdigt, die unter anderem dazu einladen, sich wie ein Trittbrettfahrer zu verhalten. Schließlich wurde auch die Sichtweise umgekehrt und die Frage gestellt, welche geldpolitischen Verhaltensweisen aus Sicht der Fiskalpolitik vorteilhaft erscheinen. In diesem Sinne wurden zwei geldpolitische Regeln miteinander verglichen: Zum einen eine Geldpolitik, die sich einen Zielpfad für das Geldmengenwachstum setzt, und zum anderen eine Politik, die strikt ein Inflationsziel einhalten will. Hier zeigen sich Vorzüge einer geldmengenorientierten Politik, die Schwankungen in der Preisentwicklung zulässt. Dies wiederum erleichtert einer Finanzpolitik, insofern sie sich mit nominellen Wertpapieren verschuldet hat, die Staatsverschuldung unter Kontrolle zu halten.

Wie Geld- und Fiskalpolitik in der Vergangenheit strategisch interagiert haben, wurde in einer empirischen Studie für die USA und Deutschland untersucht. Dabei wurde der Schluss gezogen, dass die beiden Politikbereiche oft in entgegengesetzte Richtung gewirkt haben. Wenn allerdings die Volkswirtschaften von einem Nachfrageschock getroffen werden, ist es wahrscheinlicher, dass die beiden

Politiken in die gleiche Richtung weisen und sich somit unterstützen. In diesem Vortrag wurde zudem darauf aufmerksam gemacht, dass entsprechende Aussagen nicht unabhängig von der verwendeten Modellstruktur sind. Damit wird noch einmal unterstrichen, wie wichtig es ist, bei dem Aufbau von Modellen sehr sorgfältig vorzugehen.

Ein anderer Schwerpunkt der Konferenz war die Analyse des Zusammenhangs zwischen der Geldpolitik im In- und im Ausland. Wenn man das Interesse darauf richtet, ob und gegebenenfalls wie Zentralbanken ihre Politik mit der anderer Notenbanken koordinieren sollen, stellt sich unmittelbar die Frage, ob die Notenbank feste Wechselkurse anstreben, im Extremfall eine Währungsunion gebildet werden soll, ob der Wechselkurs frei schwanken soll oder ob Zwischenlösungen sinnvoll sind.

In den oben angesprochenen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen erscheinen flexible Wechselkurse meist als vorteilhaft, weil sie es einer Volkswirtschaft, deren Preise nicht völlig flexibel sind, besser erlauben, in optimaler Weise mit Schocks fertig zu werden. Während der Konferenz wurden zwei mögliche Einwände gegen diese Sicht diskutiert. Zum einen wurde untersucht, welche Konsequenzen es hat, dass Wechselkurse sich nicht immer aus der ungedeckten Zinsparität ergeben, sondern dass diese grundlegende Beziehung durch Schocks überlagert wird, wie man dies insbesondere aus Systemen flexibler Wechselkurse kennt. Eine Reduzierung oder Vermeidung solcher Schocks durch die Wahl fixer oder eingeschränkt flexibler Wechselkurse kann sich in solchen Modellen als vorteil-

*Flexible
Wechselkurse
mit Einschränkungen
vorteilhaft*

haft erweisen. Dies gilt insbesondere für offene Volkswirtschaften mit einem großen außenwirtschaftlichen Sektor, während bei stärker geschlossenen Volkswirtschaften die traditionellen Argumente zu Gunsten flexibler Wechselkurse dominieren. Interessanterweise erscheint hier dieses Argument für fixe Wechselkurse (oder eine Währungsunion) gewichtiger als die traditionelle Begründung, wonach es darauf ankommt, dass die beteiligten Länder ähnlichen Produktivitätsschocks ausgesetzt sind.

Ein zweiter möglicher Einwand gegen die traditionelle Argumentation zu Gunsten flexibler Wechselkurse kann sich daraus ergeben, dass das Preissetzungsverhalten der Unternehmen einerseits und das herrschende Wechselkursystem andererseits nicht unabhängig voneinander sind. In einem Land mit festen Wechselkursen, dessen Unternehmen sich auch größeren Nachfrageschocks gegenübersehen, kann es sich lohnen, die Preise flexibler zu setzen, um diese Schocks zu verarbeiten. Diese Schlussfolgerung steht allerdings unter gewissen Vorbehalten. So ist vorstellbar, dass Unternehmen keinen Wert auf größere Preisflexibilität legen, wenn eine abgestimmte Geldpolitik in den beteiligten Ländern die Nachfrageschocks reduziert. Daher kann auch nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass sich eine Währungsunion durch größere Flexibilität bei den Preisen auszeichnet.

Schließlich liegt es nahe, die Frage zu stellen, wie Geld- und Fiskalpolitik zueinander stehen (sollen), wenn man mehrere Volkswirtschaften zusammen betrachtet. Die Europäische

Währungsunion und die Diskussion um die Rolle der nationalen Fiskalpolitiken bietet einen Anlass für eine solche Diskussion. Aber auch die Erörterung des Für und Wider von Kooperationen in der Geld- und Fiskalpolitik in globalem Maßstab lassen es interessant erscheinen, sich mit solchen Modellen zu beschäftigen. In der Konferenz wurden Überlegungen vorgetragen, wonach die Vorteilhaftigkeit einer international abgestimmten Fiskalpolitik, die sich aktiv darum bemüht, Störungen in einer Volkswirtschaft zu korrigieren, vom monetären Regime in den beteiligten Ländern und der Art der Schocks abhängt. In der Tendenz legt es danach eine gemeinsame Geldpolitik (d. h. eine Währungsunion) beziehungsweise eine abgestimmte Geldpolitik näher, auch die Fiskalpolitiken aufeinander abzustimmen. Dagegen kann in einer Welt ohne monetäre Koordination eine Abstimmung in der Fiskalpolitik sogar schädlich sein.

In einem weiteren Papier wurde eine verwandte Fragestellung erörtert: Angenommen, zwei Länder bilden eine Währungsunion und haben sich darüber verständigt, dass auch die Finanzpolitik koordiniert werden soll. Wie soll eine solche abgestimmte Politik dann aussehen und welche Aufgaben soll sie, beziehungsweise die Geldpolitik übernehmen, wenn es gilt, Schocks zu korrigieren. Auch hier zeigt sich wieder, dass es von entscheidender Bedeutung ist, die Art der Störung zu kennen, bevor man die angemessene Fiskalpolitik festlegt. In der Konferenz wurde in diesem Zusammenhang vor allem der Fall betrachtet, dass das Preissetzungsverhalten der Unternehmen unerklärte Schwan-

kungen aufweist und mit den Ergebnissen bei Produktivitätsschocks verglichen. Ein weiteres Ergebnis war, dass sich die (gemeinsame) Geldpolitik auf die Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung in der Währungsunion konzentrieren soll, während die optimale Fiskalpolitik sich ausschließlich darum bemüht, die nationalen Probleme zu lösen.

In den neueren Modellen der Wirtschaftswissenschaftler, die gegenüber traditionellen

Analysen viele Vorzüge aufweisen, ist die Koexistenz von Geld- und Fiskalpolitik bisher wenig beachtet worden. Die Konferenz hat gezeigt, dass dies nicht gerechtfertigt war. Tatsächlich ergeben sich aus dieser Tatsache viele neue Fragen und Herausforderungen für die Forschung. Dies gilt noch mehr, wenn auch die internationale Dimension mit in den Blick genommen wird.