

**Boris Heyden**

Die Rolle der Geldpolitik in  
Währungskrisen - Implikationen einer  
neuen Modellgeneration

**Diplomarbeit**

# BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei [www.GRIN.com](http://www.GRIN.com) hochladen  
und kostenlos publizieren



D I P L O M A R B E I T

Thema:

**Die Rolle der Geldpolitik in Währungskrisen –  
Implikationen einer neuen Modellgeneration**

Referent: Prof. Dr. Manfred J.M. Neumann

Vorgelegt von  
cand. rer. pol. Boris Heyden

Abgabetermin: 29. September 2003

## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	1
2.	Währungskrisenmodelle .....	2
2.1	Zahlungsbilanzkrisen und spekulative Attacken – Modelle der ersten Generation .....	2
2.2	Die Rolle selbsterfüllender Erwartungen – Modelle zweiter Generation .....	4
2.3	Modelle erster und zweiter Generation im Licht jüngster Währungskrisen..	7
3.	Währungskrisen bei unvollständigen Finanzmärkten .....	8
3.1	Die Rolle hoher Fremdwährungsverbindlichkeiten und der Kreditbeschränkung des Unternehmenssektors – Das Währungskrisenmodell von Aghion, Bacchetta und Banerjee .....	9
3.1.1	Annahmen des Modells .....	9
3.1.2	Geld- und Kreditmarkt .....	10
3.1.3	Die Währungskrise – Mögliche Entwicklung von Wechselkurs und Einkommen .....	14
3.1.4	Diskussion des Modells .....	15
3.2	Können Krisen durch die Geldpolitik verhindert werden? – Implikationen des Modells von AGHION et al. 2000a .....	16
3.2.1	Die Rolle der Geldpolitik, wenn die Kreditbeschränkung vom Realzins abhängt – warum eine restriktive Geldpolitik erforderlich ist .....	17
3.2.2	Modifikation: Implikationen, falls die Kreditbeschränkung vom Nominalzins abhängig ist .....	20
4.	Empirische Ergebnisse zur Frage nach der angemessenen Geldpolitik in Währungskrisen .....	21
4.1	Der Zusammenhang von Zins und Wechselkurs .....	22
4.1.1	KRAAY 2000 – Wechselkursstabilisierung während spekulativer Attacken .....	22
4.1.2	GOLDFAJN/GUPTA 2003 – Reale Aufwertung durch Aufwertung des nominalen Wechselkurses oder durch höhere Inflation? .....	24
4.1.3	FURMAN/STIGLITZ 1998 – Der Zusammenhang von Zins und Wechselkurs in ausgewählten Entwicklungsländern .....	27

4.2	Geldpolitik während der Asienkrise .....	28
4.2.1	DEKLE/HSIAO/WANG 1998 – Nominale Aufwertung und hohe Nominalzinsen .....	28
4.2.2	GOULD/KAMIN 1999 – Einfluß der Geldpolitik auf den realen Wechselkurs .....	31
4.3.1	GOLDFAJN/BAIG 1998 – Umkehrung der Unterbewertung durch nominale Aufwertung? .....	34
4.4	Zusammenfassung .....	36
5.	Schlußfolgerungen .....	38
	Literaturverzeichnis .....	40
A.1	Graphischer Anhang .....	42
A.2	Tabellarischer Anhang .....	46
A.3	Mathematischer Anhang .....	51
	Erklärung .....	54

## 1. Einleitung

Wie sollte sich die Geldpolitik in Währungskrisen verhalten? Daß diese Frage ein unter Ökonomen kontrovers diskutiertes Thema ist, zeigt beispielsweise die Erfahrung aus der Asienkrise: während der IMF auf die Notwendigkeit von Zinserhöhungen zur Wechselkursstabilisierung hinwies, unterstrich die Worldbank die negativen Wirkungen hoher Zinsen auf Investitionen und Einkommen.

Um die Kernfrage dieser Arbeit, die Frage nach der angemessenen Geldpolitik in Währungskrisen, beantworten zu können, wird das Modell von AGHION et al. 2000a, das den Währungskrisenmodellen der sog. dritten Generation zugeordnet wird, herangezogen, und es werden konkrete Implikationen für die Geldpolitik in einer Währungskrise abgeleitet.

Ein sich anschließender empirischer Teil setzt die auf theoretischer Grundlage basierenden Implikationen einer empirischen Prüfung aus, um so einschätzen zu können, ob sich die theoretischen Ergebnisse durch die empirischen Befunde bestätigen lassen.

Das nun folgende zweite Kapitel stellt die Währungskrisenmodelle der ersten und zweiten Generation vor, woran sich dann die Darstellung eines Modells der dritten Generation, das Modell von AGHION et al. 2000a, anschließt und die aus diesem Modell folgenden Implikationen für die Geldpolitik herausgearbeitet werden. In Kapitel 4 werden sechs empirische Studien zur Frage nach dem Zusammenhang von Geldpolitik und Wechselkurs vorgestellt, von denen sich drei mit der Geldpolitik zur Asienkrise beschäftigen, dies sind die Arbeiten von DEKLE et al. 1998, GOULD/KAMIN 2000 und GOLDFAJN/BAIG 1998. Dagegen liegen den Arbeiten von KRAAY 2000, GOLDFAJN/GUPTA 2003 und FURMAN/STIGLITZ 1998 eine größere, regionenübergreifende Auswahl von Ländern zugrunde.

Das letzte Kapitel bietet eine kurze Zusammenfassung der Ergebnisse dieser Arbeit.

## 2. Währungskrisenmodelle

Die Krisen in den letzten Jahren – EWU (1992/93), Mexiko (1994/95), Asienkrise (1997/98), um nur einige wenige zu nennen – zeigen die Notwendigkeit geeigneter Modelle, um Währungskrisen vorherzusagen und daraus geeignete Maßnahmen für die Politik ableiten zu können. Auf Eichengreen geht die Unterteilung der Modelle in „erste“ und „zweite Generation“ zurück (vgl. KRUGMAN 1999); beiden Modellen ist gemeinsam, daß sie von einem System fester Wechselkurse ausgehen und staatliches Handeln in den Vordergrund stellen.

Im nun folgenden Teil werden diese beiden Modellgenerationen in ihrer Standardversion kurz vorgestellt.

### 2.1 Zahlungsbilanzkrisen und spekulative Attacken – Modelle der ersten Generation

Die hier nun vorzustellende erste Modellgeneration geht auf die Arbeiten von KRUGMAN (1979) und FLOOD/GARBER (1984) zurück, die im wesentlichen die Unvereinbarkeit einer sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik mit einem System fixierter Wechselkurse hervorheben.

Die Finanzierung eines staatlichen Budgetdefizits durch kontinuierliche Ausdehnung der Geldmenge führt in einer offenen Volkswirtschaft zu Devisenabfluß und macht eine ständige Devisenmarktintervention der monetären Autorität erforderlich, um die festgelegte Parität aufrechtzuerhalten. Die rational handelnden Akteure können absehen, daß dieses Wechselkursregime aufgegeben werden muß, wenn die Fremdwährungsreserven der Zentralbank erschöpft sind, und eine Abwertung dann unvermeidlich wird. Die Absicht der Akteure ist somit, Spekulationsgewinne durch den Verkauf heimischer Devisen zu erzielen, die durch die unvermeidliche Abkehr vom Festkurssystem mit sich anschließender Abwertung absehbar sind.

Das Standardmodell der spekulativen Attacken beschreibt eine kleine offene Volkswirtschaft, die ihren Wechselkurs gegenüber dem Ausland, i.e. eine große offene Volkswirtschaft, fixiert hat. Das Geldangebot werde durch die Zentralbank gesteuert und sei durch die zwei Vermögenstitelarten der Zentralbank, i.e. Kredite und internationale Reserven, gedeckt und lasse sich in log-linearisierter Darstellung (vgl. FLOOD/MARION 1999, S. 3, insb. Fußnote dazu) schreiben als: