

41. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2010

Von Michael P. Evers, Bonn

Das 41. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 18. bis 21. Mai 2010 auf der Insel Reichenau statt.¹ Das Seminar hat zum Ziel, junge Wissenschaftler mit internationalen Gelehrten, Notenbankern und wissenschaftlich ausgewiesenen Praktikern zusammenzubringen. Darüber hinaus soll das Seminar den gegenseitigen Austausch von Forschung und Politik fördern. Damit steht es fest in der Tradition der Begründer Karl Brunner und Allan H. Meltzer. Im Rahmen des Seminars diskutierten Teilnehmer von Zentralbanken, international führenden Institutionen sowie Wissenschaftlern aus den USA und Europa über aktuelle wirtschaftspolitische Themen und neueste wissenschaftliche Erkenntnisse. Die einzelnen Präsentationen der Referenten werden im Folgenden kurz vorgestellt.

In der Arbeit „Government Purchases Over the Business Cycle: the Role of Heterogeneity and Wealth Bias in Political Decision Making“ widmet sich *Ruediger Bachmann* (University of Michigan) gemeinsam mit *Jinhui Bai* (Georgetown University) der Frage, ob die empirischen, dynamischen Eigenschaften von Staatsausgaben durch ein neoklassisches Wachstumsmodell mit aggregierten Produktivitätsschocks und einem politischen Entscheidungsprozess erklärt werden können. Die Autoren fassen dabei Staatskonsum und öffentliche Investitionen zu Staatsausgaben zusammen und beschreiben deren dynamische Eigenschaften über den Konjunkturzyklus wie folgt: (i) Staatsausgaben sind wenigstens so volatil wie das BIP; (ii) Staatsausgaben weisen die höchste Persistenz aller Komponenten der aggregierten Nachfrage auf; (iii) Staatsausgaben sind im Gegensatz zu den anderen aggregierten Nachfragekomponenten nur leicht prozyklisch; (iv) die Kreuzkorrelation der Staatsausgaben mit dem

¹ 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/index.html>).

Vorjahres-BIP ist stärker als die der Staatsausgaben mit dem kontemporären BIP. In ihrer quantitativen Analyse des Modells zeigen *Bachmann/Bai*, dass die Modellvariante mit aggregierten Nachfrageschocks keine der vier dynamischen Eigenschaften replizieren kann. Daraufhin ergänzen die Autoren das Modell um idiosynkratische Einkommensschocks, die nicht kontrahierbar sind, und um heterogene Diskontfaktoren. Somit können sie realistischere Vermögensverteilung der Haushalte generieren. Darüber hinaus verändern sie den politischen Entscheidungsprozess über die Staatsausgaben und führen einen Vermögenseffekt ein, weshalb vermögendere Haushalte einen größeren Einfluss auf die Entscheidung bekommen. Mithilfe dieser drei Modellergänzungen schaffen es die Autoren, die empirischen Eigenschaften (ii)–(iv) zu replizieren. Die entscheidende Rolle für den Erfolg des Modells spielen zum einen die ungleiche Vermögensverteilung und zum anderen der steigende politische Einfluss mit wachsendem Vermögen.

Gianluca Benigno (London School of Economics) untersucht in dem Arbeitspapier „Revisiting Overborrowing and its Policy Implications“, das er gemeinsam mit *Huigang Chen* (JD Power), *Christopher Otrok* (University of Virginia), *Alessandro Rebucci* (Inter-American Development Bank) und *Eric R. Young* (University of Virginia) verfasst hat, inwieweit Konjunkturmodelle für Schwellenländer eine ineffizient hohe Verschuldung prognostizieren. Die Ausgangsfrage für die Studie ist, ob die Wahrscheinlichkeit und auch die Folgen einer wirtschaftlichen Krise davon abhängen, wie sehr ein Schwellenland über ein zu bestimmendes effizientes Maß hinaus verschuldet ist. Diese Frage bezieht ihre Relevanz aus den daraus abzuleitenden Politikimplikationen: Falls die Verschuldung in Nicht-Krisenzeiten ineffizient hoch ist, dann sollte diese Ex ante-Ineffizienz beispielsweise durch Kapitalkontrollen oder andere Formen der Finanzmarktregulierung behoben werden. Falls jedoch die Verschuldung nicht zu hoch ist, dann folgt, dass das Hauptaugenmerk der Politik auf geeignete Ex-post-Kriseninterventionen zu richten ist. In ihrer quantitativen Analyse verwenden die Autoren ein Konjunkturmodell einer kleinen offenen Volkswirtschaft sowohl mit Produktion als auch als Ressourcenökonomie. Wesentliche Elemente des Modells sind unvollständige internationale Finanzmärkte mit fallweiser Kreditbeschränktheit der Haushalte und die Kollateralisierung der Verschuldung durch die Einkommen der Haushalte. Die Autoren bestimmen das Maß der effizienten Verschuldung durch die Allokation, die aus der wohlfahrtsmaximierenden Sozialen-Planer-Lösung resultiert. *Benigno* und seine Koautoren stellen heraus, dass in der Ressourcenökonomie die Verschuldung immer

ineffizient hoch ist. Im Modell mit Produktion ist dieses Ergebnis nicht mehr robust, sondern es hängt entscheidend von der Parametrisierung ab. In der Nicht-Krisenzeit, d.h., wenn es keine Kreditbeschränktheit gibt, ist die Verschuldung in der Benchmark-Ökonomie ineffizient niedrig. Verändert man die Modellparameter für die Zeitpräferenz (ungeduldiger) und die Varianz der Produktivitätsschocks (volatiler), dann generiert das Modell für die Nicht-Krisenzeit eine zu hohe Verschuldung. In Krisenzeiten, d.h., wenn die kleine offene Volkswirtschaft kreditbeschränkt ist, gilt für beide Parameterspezifikationen, dass die Verschuldung ineffizient niedrig ist. Daraus leiten die Autoren ab, dass die Modellimplikationen nur robust gegenüber Parameteränderungen im Fall der Krisenzeit sind. Dementsprechend können solche Konjunkturmodelle nur ex post Politikinterventionen in Krisenzeiten wie z.B. nationale oder internationale Bailouts begründen. Demgegenüber ist aus Sicht der Autoren die Grundlage für Ex-ante-Regulierungsmaßnahmen wie Kapitalbesteuerung oder andere Formen der Finanzmarktregulierung auf der Basis solcher Konjunkturmodelle eher dünn.

Marcel Fratzscher (ECB) untersucht in einer empirischen Studie den Effekt verschiedener Formen der Kommunikation von Zentralbanken auf Aktienkurse. Gemeinsam mit *Benjamin Born* (Universität Bonn) und *Michael Ehrmann* (ECB) analysiert er dazu veröffentlichte Finanzstabilitätsberichte (im Folgenden FSRs genannt) sowie Reden/Interviews von führenden Notenbankern auf deren semantischen Gehalt. In ihrer Arbeit „*Macroprudential Policy and Central Bank Communication*“ erhalten die Autoren die Ergebnisse, dass FSRs einen signifikanten und nachhaltigen Effekt auf die Aktienkurse der Finanzsektoren haben. FSRs reduzieren die Marktvolatilität, wenn der Inhalt der FSRs eine optimistische Bewertung zulässt. Reden und Interviews haben hingegen einen geringen Effekt auf die Aktienkurse und führen eher zu einem Anstieg der Marktvolatilität. Um die sehr aufwendige Untersuchung zu ermöglichen, erstellen die Autoren eine Datenbank aus über 1000 veröffentlichten Finanzstabilitätsberichten (FSRs) und Reden/Interviews der letzten 14 Jahre aus insgesamt 36 verschiedenen Ländern. Um die jeweiligen Dokumente nach ihrem semantischen Gehalt zu prüfen und systematisch zu bewerten, wird eine Textanalyse-Software verwendet (DICTION 5.0). Die Autoren schlussfolgern aus ihren Ergebnissen, dass die öffentliche Kommunikation den Zentralbanken ein zusätzliches Politikinstrument bietet, mittels dessen sie die Entwicklung der Finanzmärkte beeinflussen können. Die Anwendung dieses Instruments scheint jedoch unsicher, weshalb die Strategie der Kommunikationspolitik insbesondere über die

Entwicklung und Einschätzung der Finanzmarktstabilität sorgfältig zu prüfen sei.

Marcus Hagedorn (Universität Zürich) präsentierte das Papier „Spot Wages over the Business Cycle?“, in dem er gemeinsam mit *Iourii Manovskii* (University of Pennsylvania) demonstriert, dass ein On-the-job-Search-Modell mit Suchfriktionen für den Arbeitsmarkt konsistent mit empirischen Ergebnissen sein kann, die bis dahin als Evidenz contra Suchfrikitionsmodelle des Arbeitsmarktes, jedoch pro Reallohnrigidität gewertet wurden. In den On-the-job-Search-Modellen mit Suchfriktionen werden die Löhne von aktuellen Arbeitsmarktbedingungen sowie den individuellen Produktivitäten innerhalb eines bestehenden Beschäftigungsverhältnisses zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber bestimmt. Empirische Untersuchungen haben jedoch gezeigt, dass auch vergangene Arbeitsmarktbedingungen wie z.B. die Arbeitslosenquote zu Beginn des Beschäftigungsverhältnisses, die geringste Arbeitslosenquote seit Aufnahme des Beschäftigungsverhältnisses oder die Anzahl der externen Jobangebote während des Beschäftigungsverhältnisses einen Erklärungsgehalt für den aktuellen Lohn haben. Die Schlüsselvariable für das Ergebnis, dass ein Suchfrikitionsmodell konsistent mit diesen empirischen Befunden sein kann, ist die erwartete Qualität des Beschäftigungsverhältnisses zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber, d.h. die durch das Beschäftigungsverhältnis erzielte Produktivität. Diese bestimmt u.a. die Lohnsetzung. Die Autoren zeigen in ihrem theoretischen Teil, dass die Gesamtanzahl an externen Jobangeboten ein Maß für die Qualität des Beschäftigungsverhältnisses ist. Die Anzahl der Jobangebote zu einer bestimmten Periode ist jedoch negativ korreliert mit der allgemeinen Arbeitsmarktlage in dieser Periode. Daraus folgt, dass das Maß für die Qualität des Beschäftigungsverhältnisses sowohl mit der Arbeitslosenquote zu Beginn des Beschäftigungsverhältnisses als auch mit der geringsten Arbeitslosenquote seit Aufnahme des Beschäftigungsverhältnisses negativ korreliert ist. In der empirischen Umsetzung des theoretischen Resultats verwenden *Hagedorn/Manovskii* ein weiteres Ergebnis aus ihrem Modell: Die Anzahl der erwarteten Jobangebote während des Beschäftigungsverhältnisses, die für die Lohnsetzung relevant ist, kann durch die Summe der periodischen Arbeitsmarktkonzentrationen, d.h. dem Verhältnis aus der Anzahl aller offenen Stellen und der Arbeitslosenquote, gemessen werden. Somit kann die nicht-beobachtbare Größe Qualität des Beschäftigungsverhältnisses durch eine beobachtbare Größe berechnet werden. Die Daten für die Lohnregressionen im empirischen Teil der Arbeit stammen vom National Longitudinal Survey of Youth

(NLSY) und von der Panel Study of Income Dynamics (PSID). Die empirische Analyse zeigt, dass das verwendete Maß der erwarteten Qualität des Beschäftigungsverhältnisses tatsächlich einen wichtigen Erklärungsgehalt für die Lohnsetzung bietet, wohingegen die Bedeutung der Arbeitsmarktbedingungen zu Anfang des Beschäftigungsverhältnisses an Signifikanz verliert. Darüber hinaus testen die Autoren direkt im Rahmen ihres empirischen Modells, das das Suchfrikitionsmodell abbildet, welche Bedeutung die Variablen haben, die nur aufgrund von Reallohnrigidität einen Erklärungsgehalt haben sollten. Auf Basis dieses direkten Tests argumentieren *Hagedorn/Manovskii*, dass die Reallohnrigidität zugunsten des Suchfrikitionsmodells verworfen wird. Somit sind Suchfriktionen ein wesentlicher Baustein für die vollständigere und empirisch relevantere Modellierung des Arbeitsmarktes.

Robert Kollmann (Free University of Brussels) präsentierte sein gemeinsames Projekt mit *Werner Roeger* (DG ECFIN), das unter dem Arbeitstitel „Banks and the International Transmission of Macroeconomic Shocks“ vorgestellt wurde. Im Rahmen dieser Arbeit modellieren die Autoren eine Bank in ein Dynamisches Stochastisches Allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE). Die Bank erhält Einlagen durch sparende Arbeiter, die sie als Kredite an Unternehmer weitergibt. Eine gesetzliche Eigenkapitalquote der Bank bewirkt, dass der Zins für Kredite höher ist als der Zins für die Spareinlagen. Die Autoren zeigen, dass die Bank als Finanzintermediär in einer geschlossenen Volkswirtschaft die konjunktuellen Schwankungen infolge von Produktivitätsschocks reduziert. Konjunkturelle Schwankungen infolge von Kreditausfällen werden jedoch verstärkt. Ein unerwarteter Kreditausfall verringert das Eigenkapital der Bank, weshalb die Differenz zwischen dem Einlagenzins und dem Kreditzins steigt. Dies verschärft die Finanzmarktfiktion und führt zu einem Rückgang der Investitionen, der Beschäftigung und der Produktion. Im nächsten Schritt betrachten *Kollmann/Roeger* die Auswirkungen von Kreditausfällen in einem 2-Länder-Modell. In dieser Modellerweiterung operiert die Bank in beiden Ländern. Die Autoren zeigen, dass ein unerwarteter Kreditausfall in einem Land einen konjunkturrellen Rückgang in beiden Ländern verursacht. Wie in der geschlossenen Volkswirtschaft verringert ein unerwarteter Kreditausfall das Eigenkapital der Bank, weshalb die Differenz zwischen dem Einlagenzins und Kreditzins steigt. Da dies für beide Länder gilt, wird das zweite Land, das selbst nicht direkt von einem Kreditausfall betroffen ist, ebenfalls von einem rezessiven Konjunkturverlauf erfasst. Somit bietet das Modell eine Erklärung für den internationalen Konjunkturverlauf während der Finanzkrise. *Koll-*

mann/Roeger argumentieren, dass das Modell darüber hinaus auch die internationalen Konjunkturzyklen besser erklären könne als konventionelle Mehr-Länder-Modelle, insbesondere gelte dies für die enge Korrelation zwischen den USA und Europa.

Christian Bayer (Universität Bonn) geht in dem Papier „Firm-Specific Productivity Risk over the Business Cycle: Facts and Aggregate Implications“ gemeinsam mit *Ruediger Bachmann* (University of Michigan) der Frage nach, ob zeitlich variierende firmenspezifische Unsicherheit konjunkturelle Schwankungen ursächlich herbeiführen, oder ob sie konjunkturelle Schwankungen verstärken, wenn andere Faktoren ursächlich sind. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass unerwartete Veränderungen der firmenspezifischen Unsicherheit für sich genommen keine quantitativ signifikante Auswirkung auf den Konjunkturzyklus haben. In Kombination mit aggregierten Produktivitätsschocks (Veränderungen des Solow-Residuumms) haben Veränderungen der firmenspezifischen Unsicherheit einen Effekt auf den Konjunkturverlauf, wenngleich dieser Effekt gering ist.

Für ihre quantitative Analyse verwenden sie ein Konjunkturmodell mit heterogenen Firmen und persistenten firmenspezifischen sowie aggregierten Produktivitätsschocks. Stochastische fixe Kapitalanpassungskosten führen zu einem diskontinuierlichen Investitionsverhalten der Firmen. Ein wesentliches Element ihrer Analyse ist die Kalibration der zeitlich variierenden firmenspezifischen Unsicherheit auf bundesdeutsche Firmendaten. *Bayer/Bachmann* nutzen dazu die USTAN-Datenbank der Deutschen Bundesbank, die Bilanzdaten von über 30.000 Firmen in Deutschland von 1973–1998 bereithält. Aus diesem Datensatz berechnen sie die Verteilung und die zeitliche Veränderung der firmenspezifischen Produktivitätsschocks. Als alternative Maße für firmenspezifische Produktivitätsschocks verwenden die Autoren die Solow-Residuen, die reale Wertschöpfung sowie den Umsatz (real) der Firmen. Die Kalibration auf Grundlage dieser Daten hat den entscheidenden Vorteil, dass man zur empirischen Quantifizierung der firmenspezifischen Unsicherheit nicht wie sonst üblich auf öffentlich notierte Aktienkurse zurückgreifen muss.

Ein weiteres Merkmal ihrer Arbeit ist, dass sie die Analyse im Rahmen eines Modells des Allgemeinen Rationalen Erwartungsgleichgewichts durchführen. Dies erlaubt eine eingehende Untersuchung des Transmissionsmechanismus der Unsicherheitsschocks. Die Autoren zeigen insbesondere auf, dass ein unerwarteter Anstieg der firmenspezifischen Unsicherheit im Gleichgewicht tatsächlich eine negative Information über

zukünftige aggregierte Produktivität und wirtschaftliche Aktivität beinhaltet. Die Folge ist in der kurzen Frist vorsorgliches Sparen und somit eine Verringerung der Konsumnachfrage. Im Gleichgewicht führt dies zu einem geringeren Realzins und einer höheren Investitionsnachfrage. Mittel- und langfristig wird dieser Effekt umgekehrt und es kommt zum erwarteten konjunkturellen Abschwung. Dieser Transmissionskanal steht im Widerspruch zu der bisher geläufigen Auffassung, firmenspezifische Unsicherheit und Anpassungskosten würden einen sogenannte „Real-Option“-Effekt implizieren. Ein Anstieg an Unsicherheit würde Firmen dazu verleiten, die Option wahrzunehmen, mit den Investitionen auf günstigere firmenspezifische Bedingungen zu warten. Demzufolge sollten die Investitionen und damit auch letztendlich die gesamtwirtschaftliche Aktivität in der kurzen Frist fallen. Die Autoren untermauern ihren Befund aus der Allgemeinen Gleichgewichtsanalyse damit, dass die theoretischen Impuls-Antwort-Reaktionen verschiedener Variablen wie Konsum, Beschäftigung, Reallohn und gesamtwirtschaftliche Ersparnisse konsistent mit den empirischen Impuls-Antwort-Reaktionen sind.

Stefan Niemann (University of Essex) referierte unter dem Titel „Public Debt, Discretionary Policy, and Inflation Dynamics“ über die Ergebnisse eines gemeinsam mit *Paul Pichler* und *Gerhard Sorger* (beide Universität Wien) erstellten Papiers. Ausgangspunkt der Arbeit ist die Frage nach dem Zusammenhang zwischen nominaler Staatsverschuldung und Inflation unter optimaler Geld- und Fiskalpolitik. Unter optimaler Politik wird Staatsverschuldung eingesetzt, um Steuerverzerrungen intertemporal zu glätten. Dieser Mechanismus impliziert unter anderem, dass der Schuldenstand sehr persistent ist. Gegeben die Annahme, dass Geld- und Fiskalpolitik sequenziell implementiert werden, resultiert aus der Tatsache, dass die Staatsverschuldung nominal notiert, zudem ein Zeitinkonsistenzproblem. Konkret ergibt sich der Anreiz, Inflation als Instrument einzusetzen, um die reale Schuldenlast und die damit verbundenen Steuerverzerrungen zu reduzieren. Da dieser Anreiz mit dem Wert der ausstehenden Staatsverschuldung zunimmt, überträgt sich die Persistenz des Schuldenstands auf die im Gleichgewicht realisierten Inflationsraten. Das Modell generiert folglich positive und stark autokorrelierte Inflationsraten.

Interessanterweise ergibt sich dieser Befund selbst in einer neoklassischen Umgebung ohne monopolistische Verzerrungen und exogene Restriktionen auf das Preissetzungsverhalten im privaten Sektor (flexible Preise). Die Implementierung optimaler Geld- und Fiskalpolitik unter

Diskretion stellt folglich einen endogenen Mechanismus dar, der die – für zahlreiche Länder empirisch dokumentierten – statistischen Eigenschaften von Inflationsraten erklären kann, ohne dabei auf einen unrealistisch hohen Grad an nominaler Preisrigidität zu rekurrieren.

Um die quantitativen Eigenschaften ihres auf US-Daten kalibrierten Modells zu untersuchen, führen die Autoren schließlich moderate mikroökonomische Preisrigidität ein und finden, dass das Modell im Hinblick auf wesentliche Momente (Mittelwert, Volatilität, Autokorrelation) mit der Inflationsdynamik in den Vereinigten Staaten nach der Volcker-D disinflation konsistent ist. Die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik im Allgemeinen beziehungsweise nominale Staatsverschuldung im Zusammenspiel mit Prinzipien optimaler Besteuerung im Speziellen stellen somit einen potenziell wichtigen Kanal dar, um empirisch beobachtete Inflationsraten zu erklären.

Charles Nolan (University of St. Andrews) referierte in seinem Beitrag über die makroökonomischen Implikationen von Preisdispersion bei positiver Trendinflation. In dem Papier „Relative Price Distortions and Inflation Persistence“ untersucht er gemeinsam mit *Tatiana Damjanovic* (University of St. Andrews) ein Neu-Keynesianisches Modell mit unvollständigem Wettbewerb, rigider nominaler Preissetzung und Arbeit als einziger Produktionsfaktor. Die Autoren zeigen, dass die relative Verteilung der Preise in dieser Ökonomie einen nicht vernachlässigbaren Effekt auf die Allokation und die Wohlfahrt hat, wenn es eine positive Trendinflation gibt. Selbst bei geringer Trendinflation hat Preisdispersion einen negativen Effekt auf die Wohlfahrt, dessen Wirkungsweise vergleichbar ist mit einem Produktivitätsrückgang. Für eine positive Trendinflation impliziert die Preisdispersion, dass die Nachfrage nach den verschiedenen Gütern verzerrt ist. Die Nachfrageverschiebung zu den Gütern mit niedrigen Preisen bedeutet eine ineffiziente Verlagerung der Produktionsfaktoren weg von der Herstellung der höherpreisigen Güter hin zu der Herstellung der niedrigpreisigen Güter. Aufgrund von abnehmenden Grenzerträgen der Arbeit sinkt somit die durchschnittliche Arbeitsproduktivität. In dieser Hinsicht wirkt die Preisdispersion wie ein Produktivitätsrückgang. Aus ihrem theoretischen Modell leiten die Autoren als optimale Politik ab, dass für ein gegebenes Ausmaß an Preisdispersion deflationäre Geldpolitik optimal ist.

Luca Sala (University of Bocconi) setzt sich gemeinsam mit *Ulf Söderstrom* (Sveriges Riksbank) und *Antonella Trigari* (University of Bocconi) mit der Frage auseinander, welche Rolle Arbeitsmarktfunktuationen für

die optimale Ausgestaltung der Geldpolitik spielen. In ihrem Papier „Potential Output, the Output Gap and the Labor Wedge“ stellen die Autoren im Wesentlichen zwei Fragen: Erstens, was sind die Bestimmungsgrößen für Fluktuationen auf dem Arbeitsmarkt? Zweitens, sind diese Fluktuationen effiziente Reaktionen auf Schocks, oder sind es ineffiziente Reaktionen. Die Autoren setzen ihre Untersuchung in den Kontext eines monetären Konjunkturmodells, so wie es in vielen Zentralbanken bereits Anwendung findet². In einem ersten Schritt schätzen die Autoren das Modell und untersuchen die exogenen stochastischen Komponenten, die den Arbeitsmarkt betreffen. Direkte Schocks auf den Arbeitsmarkt resultieren aus Präferenzschocks (Disnutzen aus Arbeit) sowie aus Schocks der exogenen Lohnaufschläge (wage markups). In der Modellspezifikation sind diese Schocks jedoch als Beobachtung nicht voneinander zu unterscheiden. Die Ursache für die Arbeitsmarktfkluftuationen ist jedoch entscheidend für die normative Wertung: Resultieren die Fluktuationen aus Präferenzschocks, so sind sie effizient und sollten somit nicht in das Stabilisierungsziel der Geldpolitik eingehen. Resultieren die Fluktuationen aus Veränderungen der exogenen Lohnaufschläge, so sind diese ineffizient und sollten durch geeignete geldpolitische Maßnahmen stabilisiert werden. *Sala/Soderstrom/Trigari* ziehen daraus den Schluss, dass die monetären Konjunkturmodelle, die in vielen Zentralbanken als Grundlage für Politiksimulationen und Prognosen verwendet werden, nicht sinnvoll spezifiziert sind, da sie nicht zwischen effizienten und ineffizienten makroökonomischen Fluktuationen differenzieren können, die ihren Ursprung im Arbeitsmarkt haben.

Irina Telyukova (University of California San Diego) stellte das Arbeitspapier „Directed Search over the Life Cycle“ vor, das sie gemeinsam mit *Guido Menzio* (University of Pennsylvania) und *Ludo Visschers* (Universidad Carlos III, Simon Fraser University) erstellte. Die Autoren stellen die Frage, welchen Einfluss Zufall bzw. Glück gegenüber Arbeitserfahrung bzw. Produktivität auf arbeitsmarktspezifische Größen wie das Arbeitseinkommen hat. Zu ihrer Analyse benutzen die Autoren ein Suchfiktionsmodell des Arbeitsmarktes, in dem sich Arbeiter durch ihr Alter, ihre Produktivität und ihr aktuelles Arbeitsverhältnis (sie sind entweder arbeitslos oder haben einen bestimmten Job) unterscheiden. In je-

² Das Modell ist sehr eng an *Smets/Wouters* ((2007) „Shocks and frictions in U.S. business cycles: A Bayesian DSGE approach“, American Economic Review 97 (3), S. 586–606) und *Justiniano/Primiceri/Tambalotti* ((2010) „Investment shocks and business cycles“, Journal of Monetary Economics 57 (2), S. 132–145) angelehnt.

der Periode haben Firmen die Möglichkeit, Stellen gezielt für Arbeiter mit einem bestimmten Anforderungsprofil (Alter und Produktivität) auszuschreiben, wobei die Ausschreibung einer Vakanz mit Kosten verbunden ist. Alle Stellen, auf die sich ein Arbeiter mit bestimmtem Anforderungsprofil bewerben kann, unterscheiden sich lediglich durch den von den Firmen versprochenen Lohn. Bei gegebenem Anforderungsprofil ziehen Ausschreibungen, die einen höheren Lohn versprechen, mehr Bewerber an als solche Ausschreibungen, die einen niedrigeren Lohn in Aussicht stellen. Daher ist es im Gleichgewicht schwieriger (unwahrscheinlicher), eine Stelle mit höherem als mit niedrigerem Lohn zu bekommen. Die Auswirkungen, die der Suchprozess auf den Lohn eines Arbeiters hat, bezeichnen die Autoren als Glück und die Auswirkungen, die die Produktivität des Einzelnen auf seinen Lohn hat, bezeichnen sie als Talent.

Bei der Kalibrierung ihres Modells passen die Autoren die durchschnittlichen Übergangsrraten von Erwerbslosigkeit zu Erwerbstätigkeit (UE), von Erwerbstätigkeit zu Erwerbslosigkeit (EU) und von einem Arbeitgeber zum nächsten (EE) an ihren US-Arbeitsmarktdatensatz an. Ihr Modell generiert ähnliche temporale Auswirkungen auf UE-, EU- und EE-Rate, wie sie in ihrem Datensatz zu beobachten sind. So ist die UE-Rate für Arbeiter zwischen 25 und 55 Jahren konstant, während sie für ältere Arbeiter stark sinkt. Dieser Verlauf lässt sich dadurch erklären, dass der Wert eines Arbeitsverhältnisses im Alter immer weiter fällt und somit Neueinstellungen von älteren Arbeitern für Firmen unprofitabler werden. Die EU- und EE-Raten sinken beide mit dem Alter, da Arbeiter im Laufe ihrer Arbeitszeit immer bessere Stellen erhalten und so nicht mehr so schnell bereit sind, ihre Stelle aufzugeben. Im Kontext dieses Modells bewerben sich ältere Arbeiter somit nur noch auf Stellen, die ein hohes Gehalt versprechen, dafür aber sehr schwer (unwahrscheinlich) zu bekommen sind. Eine Zerlegung der Übergangs- und Lohnprofile zeigt, dass neben dem Alter und der Produktivität auch die Suchprozesse (Glück) ein entscheidender Faktor für den Erfolg auf dem Arbeitsmarkt sind.

In der diesjährigen Policy Session sprach *James Bullard* (Präsident und CEO der Federal Reserve Bank of St. Louis) über die zukünftigen Aufgaben der Zentralbanken. Trotz der konjunkturellen Erholung nach dem Einbruch infolge der Finanzmarktkrise Ende 2008/Anfang 2009 stehen aus seiner Sicht die Zentralbanken der USA und Europas, die Fed und die EZB, vor einigen Herausforderungen. Vor allem im Hinblick auf

die aktuellen Krisen in Europa verwies er darauf, dass die Turbulenzen auf den Märkten für Staatsanleihen nur deswegen noch nicht auf den Finanzsektor selbst übergegriffen hätten und eine Wiederholung der letzten Episode drohte, weil zum einen staatliche Garantien für systemisch relevante Banken und Finanzinstitutionen ausgesprochen wurden. Zum anderen wäre z.B. die Preissetzung für Credit Default Swaps (CDS) auf den Ausfall von Staatsschuldtiteln angemessen bzw. nicht fehlerhaft. Dies sei ein Gegensatz zur letzten Finanzmarktkrise, wo beispielsweise der US-amerikanische Versicherungskonzern AIG der Hauptverkäufer von CDS auf hypothekenverbrieft Schuldbeschreibungen war, der diese in großen Mengen und ohne tiefergehende Analyse ausgab. *Bullard* verwies darauf, dass ein Großteil des Erfolges makroökonomischer Politik nur auf Grundlage von Glaubwürdigkeit und Transparenz erzielt werden könne. Die während der Finanzmarktkrise in 2008 und 2009 ergriffenen Politikmaßnahmen wären beispielslos und hätten die Märkte überrascht. *Bullard* sah trotz aller Notwendigkeit dieser Interventionen die Gefahr, dass die Glaubwürdigkeit und Transparenz darunter gelitten hätte. Darüber hinaus erläuterte *Bullard* seine Auffassung, weshalb die gesetzlichen Reformen und Regulierungen der Finanzmärkte nicht ausreichten, um neuerliche Finanzkrisen zu vermeiden. In Summe bedeute dies, dass die teilweise verlorene Glaubwürdigkeit und Transparenz der Politik und die nicht ausreichenden Reformen der Finanzmarktregularien zu einer höhere Marktunsicherheit und einer gesteigerten Volatilität führten, deren Folgen selbst wiederum zum Zielobjekt geldpolitischer Interventionen würden. Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Ausgangslage der Geldpolitik, nämlich dass die Zentralbanken sich ohnehin nahe einer Nullzinspolitik bewegten, kämen diese zusätzlichen Herausforderungen der Geldpolitik erschwerend hinzu.

Das diesjährige Konstanzer Seminar erfreute sich einer großen Beteiligung mit zahlreichen Diskussionen, die für einen regen Austausch von Ideen und Meinungen sorgten. Gerade jungen Teilnehmern wurde in diesem Jahr die Gelegenheit geboten, ihre Forschungsergebnisse einem ausgewählten Publikum zu präsentieren. Alles in allem war das 41. Konstanzer Seminar ein großer Erfolg und man darf gespannt sein auf die Fortführung des traditionsreichen Treffens in 2011.