

39. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2008

Von Michael P. Evers, Bonn

Das 39. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 6. bis zum 9. Mai 2008 auf der Insel Reichenau statt.¹ Das Seminar steht noch immer fest in der Tradition der Begründer Karl Brunner und Allan H. Meltzer, die junge Wissenschaftler mit international bekannten Gelehrten, Notenbankern und wissenschaftlich ausgewiesenen Praktikern zusammenbringen wollten. Die Teilnehmer aus den USA, Europa und Japan diskutierten im Rahmen des Seminars neuere Erkenntnisse zur Geldtheorie und aktuelle wirtschaftspolitische Themen. Ein zentrales Anliegen des Seminars ist es, den gegenseitigen Austausch von Forschung und Politik zu fördern. Diesem Anspruch wird das Seminar durch einen wirtschaftspolitischen Programmteil sowie durch eine große Anzahl von Teilnehmern aus Zentralbanken und international führenden Institutionen sicherlich gerecht.

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

In dem Papier „Current Accounts in the Euro Area: An Intertemporal Approach“ analysiert *José Campa* (IESE, Madrid) gemeinsam mit *Angel Gavilán* (Banco de España) die empirische Belastbarkeit der theoretischen Modellierung der Leistungsbilanz, deren zentrales Element die Präferenzen der privaten Haushalte zur intertemporalen Konsumglättung sind. Die Autoren konfrontieren mehrere ableitbare Hypothesen des Modells von *Bergin/Sheffrin* (2000) mit den jeweiligen Datenreihen von zehn Mitgliedern der EWWU über einen Zeithorizont von drei Jahrzehnten. Ihre Hauptergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen: Erstens, das Modell kann für sechs der zehn Mitgliedsländer (Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Portugal und Spanien) nicht verworfen werden,

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/konstanz08.htm>).

wenngleich das Modell die Volatilität der Leistungsbilanz unterschätzt. Für die übrigen Länder (Deutschland, Österreich, Irland und Finnland) wird das Modell abgelehnt. Zweitens, der relative Erklärungsgehalt einer Änderung der Erwartung über zukünftige Einkommen für die Volatilität der Leistungsbilanz ist von Land zu Land sehr unterschiedlich. Gleichermaßen gilt für den Erklärungsgehalt der relativen Preise. Drittens, die geschätzte Erwartung über das zukünftige Wachstum ist in allen südeuropäischen Ländern nach der Einführung des Euro gestiegen. Sie hat sich jedoch ab 2005 unterschiedlich weiterentwickelt. Während in Portugal die Erwartungen über das zukünftige Wachstum unter den Durchschnitt des gesamten Beobachtungszeitraumes gefallen sind, befinden sie sich in Spanien auf dem Höchstpunkt.

Alex Cukierman (Tel Aviv University) geht in seiner Arbeit „Credibility Constraints on Flexible Inflation Targeting Or Anchoring Inflationary Expectations in a Forward Looking Economy Under Discretion and Asymmetric Information – A Rational Expectations Benchmark“ der Frage nach, inwiefern Zentralbanken in ihrer Politiksetzung implizit eingeschränkt sind, obwohl sie diskretionär entscheiden können und somit nicht per se an einen eindeutigen Inflationswert/-anker gebunden sind. Die zentrale Annahme seiner Analyse ist, dass die Zentralbank über private Informationen bezüglich der Prognose sowohl des Produktionspotenzials als auch des eigenen Produktionsziels der Zentralbank verfügt. Die Folge ist, dass die privaten Akteure die zukünftige, von der Geldpolitik gesteuerte Inflation nicht präzise vorhersagen können, da ihnen die Schlüsselparameter zur Entscheidungsfindung der Zentralbank fehlen. Stattdessen werden diese Schlüsselparameter selbst Gegenstand eines Lernprozesses seitens der privaten Akteure. Daraus ergibt sich, dass die Erwartungsbildung der privaten Akteure durch die diskretionär agierende Zentralbank beeinflusst werden kann. In dem Modellrahmen von *Clarida/Galí/Gertler* (1999) zeigt der Autor unter Annahme dieser Informationsasymmetrie, dass die Zentralbank einen Anreiz hat, die Erwartungsbildung der privaten Akteure zu beeinflussen und dadurch im Gleichgewicht rationaler Erwartungen einen Inflationsanker zu setzen, an den sie sich implizit hält. Somit ist die Flexibilität der Zentralbank hinsichtlich der kurzfristigen Inflationssteuerung eingeschränkt. Das zentrale Ergebnis lautet: Je wichtiger die Inflationsstabilisierung für die Zentralbank ist, desto strikter ist der Anreiz, einen Anker für die Inflationserwartung der privaten Akteure zu setzen. Im Extremfall hat die Zentralbank ausschließlich die Inflationsstabilisierung im Fokus und die Diskrepanz zwischen der tatsächlichen und der anvisierten Produktions-

leistung wird somit irrelevant. Dann hat die Zentralbank den Anreiz, die Inflationserwartungen der Haushalte implizit durch ihre Geldpolitik fest zu verankern.

Rafael Doménech präsentierte das Papier „Price Rigidity and the Volatility of Vacancies and Unemployment“, das er gemeinsam mit *Javier Andrés* und *Javier Ferri* (alle Universidad de Valencia) verfasst hat. Die Autoren stellen die Frage, welche modelltheoretischen Variationen hinreichend sind, um die Erklärungsgüte des „Search and Matching“-Ansatzes zur Modellierung von Arbeitsmärkten von *Mortensen/Pissarides* (1999) zu verbessern. Das mikrofundierte Modell von *Mortensen/Pissarides* dient zur Bestimmung der Dynamik von offenen Stellen, Einstellungen und Arbeitslosigkeit. Es bildet damit die Grundstruktur für die Modellierung von Arbeitsmärkten in einer Vielzahl von wissenschaftlichen Beiträgen. Die viel diskutierte Schwäche des Modells von *Mortensen/Pissarides* ist jedoch, dass es die empirischen zweiten Momente und Korrelationen der erklärten Variablen nicht reproduzieren kann. Dies gilt insbesondere für die Varianz der Anzahl der offenen Stellen, der Arbeitslosenzahlen sowie des Quotienten aus den beiden vorhergehenden Kenngrößen (die Arbeitsmarktdichte, „labor market tightness“). Das Ziel der Arbeit von *Rafael Doménech* und seinen Koautoren ist es, anhand von modelltheoretischen Variationen diese Schwächen zu überwinden. Dazu betten sie die Arbeitsmarktmodellierung von *Mortensen/Pissarides* in ein stochastisches, dynamisches Modell des Allgemeinen Gleichgewichts. Sie untersuchen, welche Implikationen die Einführung von endogener Auflösung der Arbeitsverhältnisse, Preisrigidität, intertemporale Substitution, Kapital und Steuern auf die Erklärungsgüte des Arbeitsmarktmodells von *Mortensen/Pissarides* hat. Die Autoren finden, dass Preisrigidität ein erhebliches Potenzial besitzt, die empirischen zweiten Momente insbesondere der Arbeitslosenzahl und der Arbeitsmarktdichte zu erklären. Die Einführung der anderen modelltheoretischen Variationen hingegen hat nur sehr geringe Auswirkungen und scheint daher keine gesonderte Rolle zu spielen.

In ihrer empirischen Arbeit „Aggregate and Household Demand for Money: Evidence from Public Opinion Survey on Household Financial Assets and Liabilities“ untersuchen *Hiroshi Fujiki* (Bank of Japan) und sein Koautor *Cheng Hsiao* (University of Southern California and City University of Hong Kong) die Geldnachfrage in Japan. Der Kern ihrer Studie ist die Rolle von unbeobachteter Heterogenität privater Haushalte und die Stabilität der aggregierten Geldnachfrage. Zunächst präsentie-

ren die Autoren ein Modell von *Fujiki/Mulligan* (1996), das die Geldnachfrage der privaten Haushalte beschreibt. Im nächsten Schritt werden diese individuellen Nachfragen unter bestimmten Annahmen über die Heterogenität aggregiert. Mittels eines umfangreichen Datensatzes aus den „Public Opinion Surveys on Households Assets and Liabilities“ werden sowohl die Geldnachfrage der Haushalte aus den Querschnittsdaten als auch die durchschnittlichen Nachfragen geschätzt. Ergebnis ihrer Studie ist, dass die Geldmenge M3 als Aggregat konsistent ist mit der geschätzten Nachfrage aus den Mikrodaten. Die Geldnachfrage in Japan scheint stabil. Die geschätzte Einkommenselastizität der Geldnachfrage beträgt 0,68 und die geschätzte Zinselastizität der Geldnachfrage beträgt -0,124.

Leonardo Gambacorta (Banca d'Italia), *Yener Altunbas* (University of Wales) und *David Marqués* (European Central Bank) untersuchen in ihrem Papier „Securitization and the Bank Lending Channel“ die Auswirkung der zunehmenden Verbriefung von Krediten auf die Kreditvergabe von Banken und die damit verbundenen Implikationen für den Transmissionskanal der Geldpolitik. Wie die Autoren behaupten, hat der Rollenwechsel der Banken von Kreditgebern, die Schuldtitle selber halten, zu Kreditgebern, die Schuldtitle verbriefen und weiterveräußern, zwei wesentliche Konsequenzen: Dieser Rollenwechsel verändert sowohl den möglichen Spielraum zur Kreditvergabe der Banken als auch die Wirkungsweise des geldpolitischen Transmissionskanals. Die Autoren stützen ihre Behauptung auf eine empirische Analyse, in der sie ein ökonometrisches Modell in Anlehnung an *Angeloni/Mojon/Kashyap* (2003) schätzen. Dazu verwenden sie einen kombinierten Datensatz von Bankscope und Bondware. Ihre Hauptergebnisse lassen sich folgendermaßen zusammenfassen: Die Verbriefungstransaktionen (hier „asset backed securities“) reduzieren die Bedeutung des geldpolitischen Transmissionskanals durch die Kreditvergabe von Banken erheblich. Dieser Effekt resultiert erstens aus dem Anstieg der Liquidität der Banken. Damit steigt auch der Grad der Selbstversorgung der Banken mit Liquidität. Zweitens erlauben die Verbriefungstransaktionen den Banken, riskante Positionen auszugliedern und somit ihre gesetzlich vorgeschriebenen Eigenkapitalquoten zu reduzieren. Dies scheint zu einer weiteren Zunahme der Kreditvergabe zu führen.

Gernot Müller präsentierte das Papier „Does globalization alter the monetary transmission mechanism?“, das er gemeinsam mit *Tobias Cwik* und *Maik Wolters* (alle Goethe-Universität Frankfurt) verfasste. Die Au-

toren untersuchen, ob sich durch zunehmende Handelsintegration/Globalisierung nachhaltige Änderungen für den monetären Transmissionsmechanismus ergeben. Als Maß für Handelsintegration wird dabei Offenheit betrachtet, gemessen als Import-BIP-Verhältnis. Der Analyserahmen ist ein Neu-Keynesianisches Konjunkturmodell, das die Untersuchung der wirtschaftlichen Verflechtung zweier Länder erlaubt. Durch strategische Preissetzungskomplementaritäten ergibt sich in diesem Modell eine zusätzliche Dimension des Wechselkurskanals (neben dem Effekt von nominalen Wechselkursänderungen auf Inflation sowie Änderungen der Nachfrage in der Folge von Änderungen des realen Wechselkurses): Durch Änderungen des nominalen Wechselkurses verändert sich der inländische Preis ausländischer Wettbewerber und veranlasst die inländischen Produzenten zur Änderung ihrer Preise. Grundsätzlich ergibt sich damit für die Geldpolitik eine direkte Steuerungsmöglichkeit der inländischen Inflation. Entscheidend ist dafür neben dem Ausmaß strategischer Preissetzungskomplementarität und dem Grad der Offenheit einer Volkswirtschaft, wie stark sich Änderungen des nominalen Wechselkurses auf die inländischen Preise ausländischer Mitbewerber auswirken („exchange rate pass through“). Die Autoren schätzen die entscheidenden Modellparameter, indem die theoretischen Impulsantwortfolgen des Modells bestmöglich die Impulsantworten eines vektorautoregressiven Modells replizieren sollen. Letzteres wurde unter Verwendung von sowohl US-amerikanischen als auch internationalen Zeitreihen geschätzt. Es zeigt sich, dass hohe strategische Preissetzungskomplementaritäten vorliegen. Grundsätzlich würden sich demnach starke Effekte zunehmender Offenheit auf den monetären Transmissionsprozess ergeben. Allerdings findet sich im Einklang mit anderen empirischen Studien ein relativ begrenzter Effekt von Wechselkursänderungen auf die inländischen Preise ausländischer Wettbewerber. Aus diesem Grund ergeben sich im Zusammenhang von kontrafaktischen Modellanalysen kaum Veränderungen des monetären Transmissionskanals durch zunehmende Handelsintegration oder Globalisierung.

Nelson Mark (Notre Dame University) untersucht in seinem Beitrag „Changing Monetary Policy Rules, Learning, and Real Exchange Rate Dynamics“ den Zusammenhang zwischen der Dynamik des realen Wechselkurses und den Bestimmungsgrößen des Wechselkurses, die aus einer Zinsregel nach *Taylor* (1993) folgen. Die grundlegenden theoretischen Modelle zur Bestimmung des Wechselkurses – wie z.B. *Dornbusch* (1976), *Mussa* (1982) und *Obstfeld/Rogoff* (1995) ermitteln das relative Geldangebot, relative Preise oder auch Einkommensdifferenzen als die fundamen-

talen Bestimmungsgrößen des Wechselkurses. Aus empirischer Sicht tragen diese theoretisch fundierten Bestimmungsgrößen jedoch nur sehr beschränkt zur Erklärung der Zeitreihen von Wechselkursen bei (vgl. *Meese/Rogoff* (1983)). In seinem Papier ergänzt *Nelson Mark* den theoretischen Rahmen um zwei wesentliche Komponenten: Erstens ist die Geldpolitik durch eine Taylorregel bestimmt. Daraus folgt eine Verlagerung der theoretischen Bestimmungsgrößen weg von der tatsächlich realisierten Inflation und der Produktion hin zu der erwarteten zukünftigen Inflation und Produktion. Zweitens führt der Autor eine Informationsasymmetrie ein, in der private Akteure die Koeffizienten der Zinsregel nicht kennen, sie aber durch Kleinst-Quadrate-Schätzung lernen können. Das zentrale Ergebnis des Papiers ist, dass mithilfe dieser Innovationen das theoretische Modell den realen Wechselkurs zwischen der Deutschen Mark und dem US-Dollar in der Periode von 1973 bis 2005 in einem plausiblen Rahmen erklären kann. Insbesondere ist das Modell in der Lage, die Wechselkursvolatilität sowie sechs der wichtigsten Wechselkursschwankungen zu erfassen.

Stephanie Schmitt-Grohé (Duke University) untersucht gemeinsam mit *Morten O. Ravn* (European University Institute) und *Martin Uribe* (Duke University) die Effekte fiskalischer Ausgabenschocks auf Konsum, Produktion, die Leistungsbilanz sowie den realen Wechselkurs. In ihrer Arbeit „Explaining the Effects of Government Spending Shocks on Consumption and the Real Exchange Rate“ präsentieren sie dazu sowohl empirische als auch theoretische Analysen. Im ersten Schritt schätzen die Autoren ein strukturelles vektorautoregressives (SVAR-)Modell mit einem Paneldatensatz für Australien, Kanada, Großbritannien und die USA. Sie identifizieren einen fiskalischen Ausgabenschock durch die Annahme, dass es keinen anderen Schock gibt, der die fiskalischen Ausgaben innerhalb eines Quartals beeinflusst (vgl. *Blanchard/Perotti* (2002)). Die Autoren finden, dass ein unerwarteter Anstieg der Staatsausgaben die Produktion und den Konsum erhöht, die Leistungsbilanz schwächt und den realen Wechselkurs senkt. In einem zweiten Schritt präsentieren die Autoren ein theoretisches Modell, das diese Effekte erklären kann. Insbesondere der positive Effekt auf Konsum sowie die reale Abwertung des Wechselkurses sind in einem standardisierten neoklassischen Modellrahmen nicht abzubilden. Dabei verwenden sie eine Präferenzspezifikation der privaten Haushalte, die dem Ansatz der „Deep Habits“ von *Ravn/Schmitt-Grohé/Uribe* (2006) folgt. Zentrales Ergebnis der Modellanalyse ist, dass der Ansatz mit „Deep Habits“ tatsächlich die Ergebnisse aus der SVAR-Analyse erklären kann. Um dies zu

zeigen, schätzen die Autoren die strukturellen (tiefen) Parameter des theoretischen Modells, die den „Deep Habit“-Mechanismus bestimmen, und simulieren im Anschluss das Modell. Die Schätzungen der Parameter lassen den Schluss zu, dass der beschriebene Erklärungsansatz tatsächlich eine bedeutende Rolle spielt. Darüber hinaus zeigen die Autoren, dass die Impulsantwortfolgen aus dem theoretischen Modell die empirischen Impulsantwortfolgen aus der SVAR-Schätzung erstaunlich gut replizieren.

Martín Uribe (Duke University) wendet sich in dem gemeinsam mit *Stephanie Schmitt-Grohé* (Duke University) verfassten Papier „What's News in Business Cycles“ der Frage zu, welche Bedeutung neue Informationen über zukünftige ökonomische Größen wie Produktivität oder Staatsausgaben für den Konjunkturzyklus haben. Dazu formulieren die Autoren ein stochastisches, dynamisches Modell des Allgemeinen Gleichgewichts, in dem unerwartet nicht nur neue Informationen über die gegenwärtige Realisation exogener Größen eintreffen, sondern auch über die Realisationen in naher Zukunft. Diese Informationsschocks betreffen die stationäre und die permanente Komponente der Faktorproduktivität, die permanente Komponente derjenigen Produktivität, die für Investitionsgüter spezifisch ist, sowie die Staatsausgaben. Die zentrale Idee in dem Papier ist die Annahme, dass all die periodischen Innovationen dieser Komponenten teilweise unerwartet sind, aber auch zum Teil eben eine, zwei oder drei Perioden im Voraus bekannt sind. Die Autoren schätzen dieses Modell mittels eines Bayesianischen Maximum-Likelihood-Ansatzes mit US-amerikanischen Quartalsdatenreihen. Sie finden in ihrer empirischen Analyse, dass die Nachrichtenschocks über zukünftige Realisationen den größten Anteil an der Fluktuation des Konjunkturzyklus tragen: Diese Nachrichtenschocks erklären bis zu zwei Dritteln der Varianz von Produktion, Konsum, Investitionen und geleisteten Arbeitsstunden. Der Hauptanteil dabei ist den Nachrichten über zukünftige Niveaus der Faktorproduktivität zuzuschreiben. Gemeinsam erklären Nachrichten über die permanente und die stationäre Komponente über 50% der Varianz von Produktion. Nachrichtenschocks über zukünftige Innovationen der den Investitionsgütern spezifischen Produktivität und Staatsausgaben spielen so gut wie keine Rolle für den Konjunkturzyklus.

Der diesjährige Sprecher der traditionellen „Policy Session“ war *William White*, Economic Advisor und „Head of Monetary and Economic Department“ der Bank for International Settlements. In seinem Vortrag „How the search for efficiency led to the current financial turmoil“

stellte er seine Sicht über die Unruhen auf den Finanzmärkten dar. Er betonte, dass man nicht der Versuchung unterliegen solle, die Turbulenzen auf den Finanzmärkten ausschließlich den Innovationen und neuen Finanzmarktprodukten zuzuschreiben. Stattdessen sei es wichtig, „traditionelle“ Ursachen nicht aus dem Blick zu verlieren. Die Pathologie sei so wie in vielen vorhergegangenen Finanzmarktkrisen auch: Ein rasantes Wachstum der Kredite hat die Preise von Vermögenswerten stark ansteigen lassen. Dies wiederum habe dazu geführt, dass Konsum und Investitionen Niveaus erreicht hätten, die sich dann im Nachhinein als nicht nachhaltig erweisen sollten. In seinem Vortrag ging *William White* ausdrücklich auf die mögliche Rolle neuer Finanzmarktpprodukte für die rasante Entwicklung des Kreditvolumens ein. Er setze die Rolle von Innovationen auf den Finanzmärkten in den allgemeinen Kontext einer gesamtwirtschaftlichen Effizienzsteigerung. Die Effizienz in der Realwirtschaft sei durch die IT-Revolution, durch Deregulierungen, durch neue Produkte etc. stetig gestiegen. Die Effizienz auf den Finanzmärkten sei ebenfalls durch Risikomanagement, durch neue Produkte sowie durch Dienstleistungsinnovationen stetig verbessert worden. Dies sei darüber hinaus von einer Geldpolitik begleitet worden, die gemeinhin als effizient betrachtet wird. Sie konzentriert sich auf Preisstabilisierung, pflegt eine transparente Kommunikation und vertraut auf die Mechanismen der Märkte. Er behauptete, dass dieser gesamtwirtschaftliche Anstieg an Effizienz in Summe nicht so sehr zu den Turbulenzen auf den Finanzmärkten beigetragen habe, wie von vielen behauptet werde. *William White* sah die Gründe für die Finanzmarktkrise vielmehr in den Gemeinsamkeiten mit vielen vorangegangenen Krisen. Er identifizierte erstens die beharrliche Extrapolation von erzielten Gewinnen in die Zukunft und die damit verbundene und im zunehmenden Maße nachlässiger werdende Risikowahrnehmung. Als zweite Ursache sah er das Versagen, die systemischen Zusammenhänge auf den Finanzmärkten selbst sowie zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft zu erkennen.

Abschließend bleibt zu sagen, dass das 39. Konstanzer Seminar sehr erfolgreich war. Eine tolle Beteiligung mit zahlreichen Diskussionen sorgte für einen regen Austausch von Ideen. Gerade junge Teilnehmer konnten sehr von der lebendigen Atmosphäre des Seminars profitieren. Mit viel Spannung darf daher auf das Jubiläumsjahr 2009 geschaut werden, in dem das Konstanzer Seminar zum 40. Mal stattfinden wird.