

Konstanz Seminar on Monetary Theory and Policy 2006

Von Peter Tillmann, Bonn

Vom 30. Mai bis zum 2. Juni 2006 fand das 37. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik auf der Insel Reichenau statt. Das Konstanzer Seminar wurde 1970 von Karl Brunner und Alan Meltzer gegründet und wird seit einigen Jahren von Jürgen von Hagen (Universität Bonn und ZEI) geleitet. Führende Wissenschaftler und Vertreter von Zentralbanken aus Europa, den USA und Asien diskutierten neueste Forschungsarbeiten aus dem Bereich der Geldtheorie und der Makroökonomik. Besondere Beachtung fanden die Implikationen der wissenschaftlichen Erkenntnisse für aktuelle geldpolitische Fragestellungen und Probleme. Das Seminar wird seit jeher geprägt von intensiven Diskussionen und einem offenen Austausch zwischen führenden Wissenschaftlern aus dem Bereich der Geldtheorie und Geldpolitik sowie ausgewählten Nachwuchswissenschaftlern.

Der Präsident der Deutschen Bundesbank, *Prof. Dr. Axel A. Weber*, referierte über Fragen der geldpolitischen Praxis vor dem Hintergrund der aktuellen Forschungsliteratur. Im Vordergrund standen hierbei Fragen, die die Kommunikation geldpolitischer Entscheidungen und Strategien mit den Märkten und den professionellen Zentralbankbeobachtern betreffen. Die Frage, ob die Zentralbank eigene Prognosen zur Zinsentwicklung veröffentlichen sollte und welche Rolle dabei die Konditionierung derartiger Prognosen auf das Zentralbankverhalten spielt, wurde genauso diskutiert wie die Frage, welcher Grad an Transparenz geldpolitischer Entscheidungen wünschenswert ist.

Lawrence Christiano (Northwestern University), *Roberto Motto* (Europäische Zentralbank) und *Massimo Rostagno* (Europäische Zentralbank) präsentierten in ihrer Arbeit „Shocks, structures or policies? A comparison of the EA and the US“ ein stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell, das die Europäische Währungsunion (EWU) und die USA gemeinsam betrachtet. Das Modell soll die Frage beantworten, ob die jüngste Erholung der US-Ökonomie im Vergleich zur EWU auf Unter-

schiede in der ökonomischen Struktur, Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung oder auf unterschiedliche Schocks zurückzuführen ist.

Ein neukeynesianisches Modell mit Preisrigiditäten wird erweitert um starre Nominallöhne, Anpassungskosten der Investitionen und Gewohnheitsmuster im Konsum. Vor allem aber werden Friktionen auf Finanzmärkten betrachtet, die zu einem Interessenkonflikt zwischen Unternehmen und Kreditgebern führen. Das Modell wird mittels bayesianischer Verfahren geschätzt und anhand von „counterfactual experiments“ ökonomisch interpretiert.

Zentrales Ergebnis ist, dass Unterschiede in den Schocks für das höhere Wachstum in den USA verantwortlich sind. Die Autoren zeigen außerdem, dass das Bankensystem weder eine wichtige Quelle von Schocks ist, noch dass es Schocks signifikant verstärkt.

In seinem Papier „Are Valuation Effects Desirable from a Global Perspective?“ untersucht *Pierpaolo Benigno* (New York University), inwieweit außenwirtschaftliche Defizite durch Bewertungseffekte, also Preis- und Wechselkursveränderungen, korrigiert werden sollten.

In der herrschenden Theorie, der intertemporalen Betrachtung der Leistungsbilanz, geschehen Anpassungen durch Bewegungen der Handelsbilanz als Konsequenz von Änderungen in der Allokation realer Mengen und gleichgewichtiger relativer Preise. Diese Betrachtung lässt allerdings außer Acht, dass sich Portfoliorenditen ändern können und somit Bewertungseffekte auslösen. Außerdem beinhaltet die traditionelle Sichtweise nicht die Heterogenität in der Zusammensetzung der Portfolios eines jeden Landes. Selbst wenn sich die Portfolioentscheidung eines Landes nicht ändert, kann sich die Nettovermögensposition ändern, wenn sich der Marktwert des Vermögens bzw. der Verbindlichkeiten geändert hat. Änderungen des nominalen Wechselkurses sind eine wichtige Quelle derartiger Bewertungseffekte. Sind diese Bewertungseffekte aus einer globalen Wohlfahrtsperspektive wünschenswert?

In einer Ökonomie, in der es außer der Unvollständigkeit der Finanzmärkte keine weiteren Friktionen gibt, sind ausgeprägte Bewertungseffekte wünschenswert. Die Einführung einer kleinen nominalen Rigidität in der Preisanpassung aber führt dazu, dass die Produzentenpreise selbst nach permanenten Schocks stabilisiert werden sollten. Es zeigt sich, dass das Ziel der Preisniveaustabilität, welches das Ergebnis der gegenwärtigen Generation monetärer Konjunkturmodelle ist, andere Ziele wie etwa

die Anpassung außenwirtschaftlicher Defizite durch Änderung von Vermögenspreisen dominiert. Die wünschenswerte Anpassung des Wechselkurses beträgt in diesem Fall lediglich ein Zehntel der Anpassung, die in der friktionslosen Welt wünschenswert ist.

Willem H. Buiter (London School of Economics) hinterfragt in seinem Aufsatz „How Robust is the New Conventional Wisdom in Monetary Policy?“ die wohlfahrtstheoretische Fundierung zweier zentraler Elemente der makroökonomischen Forschung und der geldpolitischen Praxis. Sowohl die Ausrichtung der Geldpolitik am Ziel der Preisniveaustabilität, als auch die generell wohlfahrtsfördernde Rolle der Zentralbankunabhängigkeit sind Bestandteil eines breiten makroökonomischen und wirtschaftspolitischen Konsens. Buiter stellt eine Übersicht zu den verschiedenen Kanälen vor, durch die Inflation reale Kosten verursacht. Er argumentiert, dass keine dieser Wohlfahrtskosten durch die Sicherstellung von Preisniveaustabilität minimiert wird. Weiterhin stellt er fest, dass relative Preisverzerrungen, die aufgrund von Lohn- und Preisrigiditäten die Ursache für die Wohlfahrtskosten der Inflation in neukenesianischen Modellen sind, durch die Stabilisierung der Kerninflation beseitigt werden sollen. Lediglich wenn die Kerninflation Null ist, sind die Stabilisierung des Preisniveaus und die Minimierung der Wohlfahrtskosten der Inflation konsistente Ziele. Die Zentralbank sollte das Ziel der Preisniveaustabilität und das Konzept der Inflationssteuerung nicht außer Acht lassen. Dennoch sind diese beiden Konzepte, die in der Praxis so erfolgreich sind, theoretisch schwach begründet. Buiter stellt fest, dass der Stand der geldpolitischen Theorie in dieser Frage hinter der geldpolitischen Praxis zurückbleibt.

Luisa Lambertini (Boston College) untersucht die Frage, wie eine optimale nationale Fiskalpolitik in einer Währungsunion aussehen sollte, wenn die Geldpolitik von einer unabhängigen Zentralbank gesteuert wird. In ihrer Arbeit „Fiscal Rules in a Monetary Union“ stellt sie ein Zwei-Länder-Modell einer Währungsunion mit nominalen Rigiditäten vor, in dem stochastische Technologie- und Staatsausgabenschocks die Konjunkturentwicklung treiben. Die Regierungen der Mitgliedsländer der Währungsunion entscheiden autonom über die Fiskalpolitik durch das Setzen der (verzerrenden) Lohnsteuer und der Entscheidung zur Schuldenaufnahme.

In diesem Rahmen hat die optimale Fiskalpolitik eine internationale Dimension. Die Fiskalpolitik reagiert auch auf Schocks in anderen Mitgliedsländern, weil die Handelsverflechtungen die Auswirkungen des

Kredit und Kapital 4/2006

Schocks über die Ländergrenzen hinweg propagieren und die Regierung antizipiert, dass die gemeinsame Geldpolitik auf diesen Schock reagieren wird.

Eine optimale fiskalpolitische Reaktion besteht darin, höhere Staatsausgaben teilweise durch ein Budgetdefizit und teilweise durch höhere Steuern zu finanzieren. Die vorgestellte Arbeit untersucht auch, welche Wirkung die Beschränkung der fiskalpolitischen Autonomie der Mitgliedsstaaten etwa durch einen Stabilitäts- und Wachstumspakt hat. Das Modell kann zeigen, dass ein Stabilitätspakt selten eine bindende Restriktion darstellt, sofern die Fiskalpolitik der optimalen Politikregel folgt.

Die empirische Literatur mit Mikrodaten stellt fest, dass die Unternehmen ihre Preise häufig und in starkem Ausmaße anpassen. Demgegenüber steht allerdings das Ergebnis der makroökonomischen Betrachtung, dass das aggregierte Preisniveau nur langsam auf nominale Schocks reagiert. Dieser Widerspruch kann in konventionellen Modellen mit nominalen Rigiditäten nicht gelöst werden. *Bartosz Mackowiak* (Humboldt-Universität, Berlin) und *Mirko Wiederholt* (Humboldt-Universität, Berlin) präsentieren in ihrer Arbeit „Optimal Sticky Prices under Rational Inattention“ ein Modell, das in der Lage ist, unter der Annahme flexibler Preise sowohl die mikroökonomische als auch die makroökonomische Evidenz zu erklären und in Einklang zu bringen.

Die Autoren untersuchen das Preissetzungsverhalten eines Unternehmens, das sich aggregierten und idiosynkratischen Informationen gegenüberstellt. Aufgrund von Engpässen in der Informationsverarbeitung muss das Unternehmen allerdings entscheiden, auf welche Informationen es seine Aufmerksamkeit richtet. Generell stehen alle Informationen in ausreichendem Maße zur Verfügung. Die Firmen entscheiden optimal, worauf sie ihre Aufmerksamkeit lenken. Der gewinnmaximierende Preis, den die Unternehmen setzen, hängt vom aggregierten Preisniveau, der realen aggregierten Nachfrage und dem idiosynkratischen Zustand ab, der firmenspezifische Nachfrage oder Kosten reflektiert. Die Firma kann aber nicht allen Informationen die gleiche Aufmerksamkeit schenken und muss deshalb einen Zielkonflikt zwischen Aufmerksamkeit bezüglich aggregierter und firmenspezifischer Bedingungen lösen. Dieses Konzept wird als „rational inattention“ bezeichnet. Hinzu kommen Rückkopplungseffekte, weil die Firmen nicht nur die aggregierten Bedingungen beobachten, sondern durch ihr Preissetzungsverhalten auch diese Gegebenheiten beeinflussen.

Das zentrale Ergebnis der Analyse ist, dass Firmen ihre Preise häufig anpassen und dennoch das aggregierte Preisniveau langsam auf einen nominalen Schock reagiert. Wenn die idiosynkratischen Konditionen variabler sind oder wichtiger sind als die aggregierten Umstände, werden die Firmen mehr Aufmerksamkeit auf die spezifischen Gegebenheiten richten. In diesem Fall reagieren die Firmen schnell und stark auf firmenspezifische Schocks und nur langsam und gedämpft auf aggregierte Schocks. Die Autoren kalibrieren das Modell so, dass es der Frequenz der Preisanpassung entspricht, die anhand von Mikrodaten ermittelt wurde. Das Modell ist unter dieser Parameterisierung in der Lage, eine langsame Anpassung des aggregierten Preisniveaus zu generieren.

Hans Degryse (CentER Tilburg University), *Luc Laeven* (World Bank) und *Steven Ongena* (CentER Tilburg University) stellen in ihrem Beitrag „The Impact of Organizational Structure and Lending Technology on Banking Competition“ eine Untersuchung der Frage vor, inwieweit die Organisationsstruktur des Bankensystems die Konditionen der Kreditvergabe bestimmt. Ein einfaches theoretisches Modell zeigt, dass die regionale Differenzierung der Kreditkonditionen von der Organisationsstruktur der kreditgebenden Bank und der Wettbewerber abhängt. Eine empirische Untersuchung dieser Fragestellung verwendet einen Datensatz, der mit mehr als 15000 Krediten an kleine Unternehmen das gesamte Kreditportfolio einer belgischen Bank abbildet. Es wird der Einfluss der Heterogenität in der Organisationsstruktur der Rivalen auf die geografische Verteilung der Kreditkonditionen untersucht. Ergebnis ist, dass auch die Organisationsstruktur des engsten Wettbewerbers einen Einfluss auf die Kreditkonditionen hat. Die Größe und die hierarchische Struktur der Wettbewerber haben also demnach einen Einfluss auf die Preissetzung für Kredite.

Aleksander Berentsen (Universität Basel) und *Christopher Waller* (University of Notre Dame) zeigen in ihrem Beitrag „Optimal Stabilization Policy with Flexible Prices“, dass Stabilisierungspolitik unter bestimmten Bedingungen auch in einem Modell mit vollständig flexiblen Preisen wohlfahrtsfördernd sein kann.

Konjunkturmodelle ohne nominale Rigiditäten sind normalerweise nicht in der Lage, eine aktive Stabilisierungspolitik seitens der Zentralbank wohlfahrtstheoretisch zu motivieren. Geldpolitik ist in diesem Modellrahmen neutral. In diesem Aufsatz stellen die Autoren ein dynamisches stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell mit Geldhaltung vor und zeigen, dass sich durch die Stabilisierung von kurzfristigen

Schocks Wohlfahrtsgewinne realisieren lassen, sofern die Zentralbank einem langfristigen Preisniveaupfad folgt und somit die Inflationserwartungen kontrollieren kann. Die Zentralbank betreibt Geldpolitik, indem sie den Liquiditätseffekt ausnutzt. Sie versucht, durch Injektion zusätzlicher Liquidität den Zinssatz, der durch das Bankensystem gesetzt wird, zu manipulieren.

Zentral für eine effektive Stabilisierungspolitik ist die Kontrolle der Zentralbank über die langfristigen Inflationserwartungen. Falls die Zentralbank nicht dem langfristigen Preispfad folgt, wird der Versuch der Schockstabilisierung ineffektiv. Dieses Ergebnis ist vergleichbar mit der Politikempfehlung, die auf Grundlage neukyenesianischer Modelle herleitbar ist, die nominale Rigiditäten beinhalten. Auch hier sollte die Geldpolitik die Inflationserwartungen stabilisieren. Während in der neukyenesianischen Literatur die Kontrolle der Inflationserwartungen die Stabilisierung von Schocks effektiver macht, ist die Kontrolle der Inflationserwartungen in diesem Modell die Voraussetzung dafür, dass Stabilisierungspolitik überhaupt wirksam ist.

Michael B. Devereux (University of British Columbia) und *Alan Sutherland* (University of St. Andrews) stellen in ihrer Arbeit „Country Portfolios in Open Economy Macro Models“ ein Verfahren zur Lösung von makroökonomischen Modellen offener Volkswirtschaften mit unvollständigen Vermögenmärkten vor.

In allgemeinen Gleichgewichtsmodellen werden internationale Verflechtungen typischerweise durch die Betrachtung der Nettovermögensposition und des Leistungsbilanzsaldos modelliert. In jüngster Zeit allerdings widmet sich die Forschung auch der Betrachtung der Bruttovermögenspositionen, die bspw. für die USA ca. 90% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Die Existenz derartig hoher Bruttovermögenswerte wirft eine Reihe interessanter Fragen auf. Neben der Frage, welche Variablen die Größe und die Zusammensetzung der beobachtbaren Positionen bestimmen, ist es interessant zu bestimmen, welche Auswirkungen die Bruttovermögenspositionen selbst haben. Angesichts derartiger Größenordnungen können kleine Veränderungen in Vermögenspreisen, bspw. in Aktienpreisen oder nominalen Wechselkursen, große Bewertungsgewinne und -verluste verursachen. Diese Fragen können bisher nicht zufriedenstellend beantwortet werden, weil die zugrunde liegende Portfolioentscheidung im Rahmen allgemeiner Gleichgewichtsmodelle nicht lösbar ist. Während es für die Annahme vollständiger Vermögenmärkte Lösungsansätze gibt, existieren bisher keine Verfahren zur

Lösung unter der Annahme unvollständiger Märkte, deren Relevanz zahlreiche Studien der Risikostreuung über Ländergrenzen hinweg bestätigt haben.

In dieser Arbeit schlagen die Autoren einen einfachen Weg zur Lösung des Portfolioproblems in makroökonomischen Modellen vor, der es erlaubt, analytische und numerische Lösungen für jede Zahl von Vermögenstiteln und jede Anzahl von Zustandsvariablen zu generieren.