

38. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2007

Von Oliver Fries, Simon Junker und Peter Tillmann, Bonn

Vom 22. bis 25. Mai 2007 fand das 38. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik auf der Insel Reichenau statt. Das Konstanzer Seminar, das von Karl Brunner und Alan H. Meltzer 1970 gegründet wurde und seit einigen Jahren von Jürgen von Hagen (Universität Bonn) geleitet wird, widmet sich neuesten Forschungsergebnissen aus dem Bereich der monetären Ökonomik und der Makroökonomik. Daneben werden aktuelle geldpolitische Fragestellungen aufgeworfen und vor dem Hintergrund der neueren Forschung diskutiert. Teilnehmer des Seminars waren auch dieses Jahr 48 Wissenschaftler und Vertreter von Zentralbanken aus Europa, den USA und Asien.¹ Das Seminar wird seit jeher geprägt von intensiven Diskussionen und einem offenen Austausch zwischen weltweit führenden Wissenschaftlern aus dem Bereich der Geldtheorie und -politik, Praktikern der Geldpolitik und ausgewählten Nachwuchswissenschaftlern.

In ihrer Arbeit „Bayesian VARs with Large Panels“ untersuchen *Marta Banbura* (Université Libre de Bruxelles), *Domenico Giannone* (Europäische Zentralbank EZB) und *Lucrezia Reichlin* (EZB) die empirische Güte von bayesianischen vektorautoregressiven (VAR-)Modellen für große Datensätze. Die Arbeit wurde von Lucrezia Reichlin, Chefin der Forschungsabteilung der EZB, vorgestellt. Die Autoren schätzen VAR-Modelle für Datensätze, die zwischen drei und bis zu über 100 Variablen umfassen. Die Literatur zeigt, dass derartig große Informationsmengen im Rahmen von Faktoranalysen die Vorhersagequalität der Modelle verbessern können. Es stellt sich heraus, dass das bayesianische VAR-Modell auch für große Datensätze ein geeignetes Analyseinstrument ist, das sich für Prognosezwecke und für die strukturelle Modellierung geldpolitischer Schocks eignet. Somit bieten bayesianische VAR-Modelle eine

¹ Die auf der Konferenz vorgestellten Forschungsarbeiten sind verfügbar unter: <http://www.iw.uni-bonn.de/Konstanz/konstanz07.htm>.

Alternative zu Faktormodellen, wenn es darum geht, die Anzahl an Parametern in großen empirischen Modellen zu beschränken.

Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute in den USA können im Interbankenmarkt unverzinsten Notenbankreserven handeln, um ihren Reserveanforderungen nachzukommen. Der Markt für diese Reserven kann durch folgende stilisierte Fakten beschrieben werden: (1) Kleine Banken halten über Nacht exzessiv hohe Reserven, (2) verleihen tagsüber Reserven nur in geringem Umfang, aber (3) in großem Umfang über Nacht an große Banken; schließlich ist (4) der Zinssatz im Interbankenmarkt nachmittags extrem volatil und (5) sind die Ausleihvolumina im Interbankenmarkt enorm groß im Vergleich zu den von der Notenbank vergebenen Reserven. *Adam Ashcraft, Jamie McAndrews und David Skeie* (Federal Reserve Bank of New York) erklären diese Fakten mit finanziellen Restriktionen, denen vor allem kleine Banken ausgesetzt sind und die besonders deren Möglichkeiten einschränken, am Interbankenmarkt Geld zu leihen.

Michael B. Devereux (University of British Columbia) und *Alan Sutherland* (University of St. Andrews) untersuchen in ihrer Arbeit „Financial Globalisation and Monetary Policy“ die Auswirkungen von Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft mit endogener Portfoliowahl. Die überwiegende Mehrzahl der Notenbanken heutzutage sieht die Bewahrung von Preisstabilität als ihr primäres Ziel an. Preisstabilität vermindert Wohlfahrtsverluste, die entstehen können, wenn die Preise im Aggregat nur mit Verzögerung auf Schocks reagieren.

Die Autoren betrachten ein Zwei-Länder-Modell mit Produktivitäts- und Zinsschocks und unterscheiden drei verschiedene Arten von Finanzmärkten. Im einfachsten Fall kann nur ein realer Bond gehandelt werden, im komplexesten Fall können nominale Bonds und Kapital (equities) in beiden Währungen gehandelt werden. Im letzteren Fall sind die Märkte vollständig und das einzige Ziel optimaler Geldpolitik ist Preisstabilität. In diesem Fall ist es für die Konsumenten in beiden Ländern möglich, das Risiko von Produktivitätsschocks vollständig zu teilen. Die Geldpolitik kann sich somit darauf konzentrieren, den Einfluss von Zinsschocks auszugleichen. Im einfachsten Fall hingegen muss die Geldpolitik versuchen, beide Schocks gegeneinander abzuwägen, da die Konsumenten keine Möglichkeiten haben Risiken zu teilen.

Der wesentliche Beitrag der Autoren besteht in der Betrachtung eines Falles zwischen diesen beiden Extremen. In dieser Konfiguration wird angenommen, dass nominale Bonds in beiden Währungen gehandelt

werden können, nicht aber Kapital. Das Resultat der Autoren ist, dass Preisstabilität in diesem Fall wiederum die optimale Politik ist. Der Grund besteht darin, dass Preisstabilität einerseits das traditionelle Ziel erreicht, Wohlfahrtsverluste zu vermeiden, die aus verzögerten Preisadjustierungen resultieren, andererseits aber auch die Möglichkeit bietet, durch das Halten hoher Bestände in nominalen Bonds Produktivitätsschocks vollständig zu versichern. Die Autoren folgern, dass die Globalisierung der Finanzmärkte das Umfeld der Geldpolitik verändert, aber nicht notwendigerweise die Ziele optimaler Geldpolitik.

Florin O. Bilbiie (University of Oxford), *Fabio Ghironi* (Boston College) und *Marc J. Melitz* (Princeton University) untersuchen den Einfluss von endogenem Markteintritt und endogener Produktkreation auf die Geldpolitik und den Konjunkturverlauf in einem dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell mit imperfekter Preisadjustierung. Wie die Autoren zeigen, sollte optimale Geldpolitik die Produzentenpreise stabilisieren. Die Konsumentenpreise hingegen sollten die Möglichkeit haben, sich an die Änderungen in der Produktvielfalt anzupassen. Eine Erhöhung der Produzentenpreise ist in dem Modell vergleichbar mit einer Besteuerung der Profite der Unternehmen, die wiederum einen Anreiz für den Markteintritt geben. Daraus ergibt sich ein neues Motiv für die Stabilisierung der Produzentenpreise. Im Vergleich zu Modellen ohne endogenen Markteintritt hängt die Inflation der Produzentenpreise zusätzlich zu den bekannten Faktoren wie den Inflationserwartungen und den marginalen Kosten der Firmen auch von der Anzahl der Firmen am Markt ab. Dabei steigt die Inflation, wenn die Inflationserwartungen steigen, die marginalen Kosten der Firmen steigen oder die Anzahl der Firmen am Markt fällt. Die zusätzliche Zustandsvariable trägt einen Teil zur Erklärung der Inflationspersistenz bei und verringert somit das bekannte Problem, das vorwärtsgerichtete Modelle mit der Erklärung der Persistenz von Inflation haben. Da Markteintritt ein empirisch relevantes Phänomen ist, sollte diese Variable in empirischen Untersuchungen berücksichtigt werden. Die Autoren zeigen, dass eine Vernachlässigung des endogenen Markteintritts zu verzerrten Schätzungen der Phillips-Kurve führt.

Robert Kollmann (Université Libre de Bruxelles) untersucht in seinem Papier mit *Nicolas Coeurdacier* (ESSEC) und *Philippe Martin* (Université Paris I) die Frage, wie die empirische Beobachtung, dass Inländer trotz international angestiegener Finanzströme dazu tendieren, überwiegend in heimische Aktien zu investieren (home bias), mit dem von Milesi-Ferretti und Tille nachgewiesenen Bewertungseffekt vereinbar ist,

Kredit und Kapital 4/2007

der besagt, dass Renditeunterschiede zwischen in- und ausländischen Finanzanlagen zu substanziellen Vermögenstransfers zwischen Ländern führen.

Als Erklärung bieten die Autoren eine Kombination von zwei Schocks an. Einer dieser Schocks senkt das Arbeitseinkommen zugunsten höherer Dividenden; hiergegen können sich Arbeiter durch Investition in inländische Aktien versichern. Der zweite betrachtete Schock, von den Autoren als „iPod-Schock“ bezeichnet, beeinflusst simultan inländische Aktien sowie die globale Nachfrage nach inländischen relativ zu ausländischen Gütern zugunsten der Inländer. Hiergegen sind gerade für den Fall, dass Einheimische bereits verstärkt inländische Aktien halten (als Versicherung gegen Schocks des ersten Typs), ausländische Bonds eine geeignete Versicherung. Eine negative Realisation eines iPod-Schocks, der aufgrund schlechterer Nachfragerelationen und des gleichzeitig unterstellten Wertverlustes des Aktienvermögens Inländer schlechter stellt, kann durch ausreichende Investitionen in ausländische Bonds (die in diesem Fall im Wert steigen) abgefangen werden. Dabei ist gerade die Versicherung gegen Schocks des ersten Typs, welche die erste empirische Beobachtung (home bias) erklärt, ursächlich für die der zweiten Beobachtung (valuation effects) zugrunde liegende Investition in ausländische Bonds, sodass die Autoren nicht nur beide Effekte in einem formalen Modellrahmen erklären, sondern auch in einen gemeinsamen Wirkungszusammenhang stellen.

In seinen beiden Artikeln „Money in Monetary Policy Design: A Formal Characterization of ECB-Style Cross-Checking“ und „Money in Monetary Policy Design under Uncertainty: The Two-Pillar Phillips Curve versus ECB-Style Cross Checking“ betrachtet *Volker Wieland* (Goethe-Universität Frankfurt) die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank, die der Geldmenge eine wichtige Bedeutung für die lange Frist zuweist.

Anders als in Arbeiten von Gerlach wird hierbei keine Zwei-Säulen-Phillips-Kurve zugrunde gelegt, die sich von der Neu-Keynesianischen Phillips-Kurve durch explizite Aufnahme von Geldmengenwachstum unterscheidet und daher Geld als Argument in einer optimalen Zinsregel impliziert. Wieland benötigt keine Modifikation bisheriger Modelle, sondern argumentiert, dass in der Realität Größen wie die Einkommenslücke nur mit Messfehlern behaftet bekannt sind und eine Politik, die auf derartige Größen reagiert, notwendigerweise verzerrend wirkt.

Wird die Annahme einer vollständig beobachtbaren Einkommenslücke fallengelassen, schlägt Wieland eine Erweiterung der Taylor(1993)-Zinsregel vor. Dabei soll eine zusätzliche Zinsreaktion Abweichungen des Geldmengenwachstums von einem mit dem langfristigen Inflationsziel vereinbarten Niveau entgegenwirken, falls die Geldmenge über mehrere Perioden mit einer signifikant abweichenden Rate wächst. Anhand einer Simulation weist Wieland nach, dass wechselseitige Kontrolle der beiden Säulen (cross checking) substanzielle Stabilisierungsvorteile mit sich bringt. Die Perspektive unvollkommener Information motiviert daher die Rolle, die die EZB dem Geldmengenwachstum zuspricht.

Alan Ahearne (Bruegel Brussels), *Birgit Schmitz* (Universität Bonn) und *Jürgen von Hagen* (Bruegel Brussels, Universität Bonn) untersuchen die Determinanten von Leistungsbilanzungleichgewichten der EU-Mitgliedsländer. Ausgangspunkt ihrer Arbeit „Current Account Imbalances in the Euro Area“ ist die Beobachtung, dass die Streuung von Leistungsbilanzungleichgewichten seit Beginn der Europäischen Währungsunion (EWU) im Jahre 1999 spürbar zugenommen hat.

Die Autoren interpretieren die Leistungsbilanzsalden als Ergebnis von Kapitalflüssen innerhalb der Europäischen Union, die wiederum aus dem Konvergenzprozess von Ländern mit unterschiedlichem Pro-Kopf-Einkommen resultieren. Das neoklassische Wachstumsmodell impliziert, dass der Grenzertrag des Kapitals in Ländern mit niedrigem Pro-Kopf-Kapitalstock höher ist als in Ländern mit hohem Pro-Kopf-Kapitalstock. Es sollten also Kapitalflüsse von relativ reichen Ländern in relativ arme Länder zu beobachten sein. Die Autoren untersuchen diese Hypothese empirisch anhand von EU-Daten. Sie finden eine positive Beziehung zwischen dem Handelsbilanzüberschuss, also einem Maß für den Kapitalexport, und dem realen Bruttoinlandsprodukt pro Kopf. Länder mit einem höheren Pro-Kopf-Einkommen weisen demnach einen größeren Handelsbilanzüberschuss bzw. einen Kapitalexport auf. Dieser Zusammenhang hat sich mit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahre 1999 verstärkt. Dies bedeutet, dass die Währungsunion die Finanzmarktintegration in Europa vertieft und somit zu einer effizienteren Kapitalallokation beigetragen hat. Die Autoren ergänzen diese Resultate durch Ergebnisse von Feldstein-Horioka-Regressionen für die Mitgliedsländer der Europäischen Union, in denen die Beziehung zwischen inländischen Investitionen und inländischer Ersparnis geschätzt wird. Sie zeigen, dass nach 1999 das inländische Investitionsvolumen weitestgehend vom Niveau der inländischen Ersparnis losgelöst ist. Dieses Ergebnis unter-

Kredit und Kapital 4/2007

streicht die beschleunigende Wirkung der Europäischen Währungsunion auf die Integration der Finanzmärkte.

Die Arbeit „When Central Banks Reveal Future Interest Rates: Alignment of Expectations versus Creative Opacity“ von *Pierre Gosselin*, *Aileen Lotz* und *Charles Wyplosz* (Graduate Institute of International Studies Geneva) leitet Bedingungen her, unter denen eine vollständige Transparenz der Zentralbank wohlfahrtsfördernd ist. Die Autoren verwenden ein Zweiperiodenmodell mit heterogenen Informationen zwischen der Zentralbank und dem Privatsektor. Transparenz bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Zentralbank ihre eigenen Prognosen über die erwartete künftige Entwicklung des Zinssatzes veröffentlicht.

Unter vollständiger Transparenz stimmen die Erwartungen des Privatsektors und die der Zentralbank vollkommen überein. Die privaten Akteure bestimmen den langfristigen Zinssatz dementsprechend und der Vorhersagefehler der Zentralbank ist somit die einzige Quelle von Schwankungen der Inflationsrate. Unter Verschwiegenheit der Zentralbank hingegen weicht die gegenwärtige Inflationsrate nicht nur aufgrund des Prognosefehlers der Zentralbank von ihrem Zielwert ab, sondern auch aufgrund von unterschiedlichen Erwartungen des Privatsektors und der Zentralbank. Eine derartige Intransparenz seitens der Zentralbank kann wohlfahrtsfördernd sein, wenn der private Sektor Inflationserwartungen bildet und den langfristigen Zinssatz derart bildet, dass systematisch genau der Einfluss des Prognosefehlers der Zentralbank auf die Inflationsvarianz aufgehoben wird. In diesem Fall werden Schwankungen der Inflationsrate gedämpft und die Wohlfahrt somit erhöht. Die Bedingung für diese wohlfahrtsfördernde Rolle der Intransparenz sind eine schwache Elastizität der aggregierten Nachfrage in Bezug auf den langfristigen Realzins und bestimmte Annahmen über die relative Präzision der Signale der Zentralbank im Vergleich zur Präzision der Signale des Privatsektors.

Vincent Reinhart (University of Maryland) trug eine gemeinsame Arbeit mit *Carmen M. Reinhart* (University of Maryland) vor, die sich mit dem Management von internationalen Kapitalflüssen in Schwellenländern befasst. Er berichtete über die Erfahrungen der praktischen Währungspolitik in diesen Ländern und diskutierte verschiedene Strategien des Umgangs mit Kapitalzu- und -abflüssen.

Sprecher der traditionellen „Policy Session“ des Seminars war in diesem Jahr der ehemalige Gouverneur der slowenischen Zentralbank, *Mitja Gaspari*, der von den Erfahrungen seines Landes auf dem Weg in

die Europäische Währungsunion berichtete, der Slowenien im Januar dieses Jahres beiträt. Im Mittelpunkt seiner Ausführungen standen die Wechselkurspolitik der Zentralbank im Rahmen des Europäischen Währungssystems (ERM-II) und die Strategie der Realzinssteuerung der Zentralbank. Zu den wichtigsten geldpolitischen Problemen im Vorlauf des Beitritts zur Währungsunion gehörten die Dynamik der staatlich regulierten Preise und die Bewältigung hoher Kapitalzuflüsse aus dem Ausland.

Insgesamt war das Konstanzer Seminar auch in diesem Jahr sehr erfolgreich. Wie stets bot es gerade den jüngeren Wissenschaftlern viel Raum zur wissenschaftlichen Debatte und zum Austausch von Ideen.