

## Berichte

### Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 2005

Von Peter Tillmann, Bonn

Vom 10. bis 13. Mai 2005 fand das 36. 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.<sup>1</sup> Das Seminar wird seit jeher geprägt von intensiven Diskussionen und einem offenen Austausch zwischen weltweit führenden Wissenschaftlern aus dem Bereich der Geldtheorie und Geldpolitik, Praktikern der Geldpolitik sowie ausgewählten Nachwuchswissenschaftlern.

Als Gastreferent berichtete *Lars Heikenstein*, der Gouverneur der schwedischen Zentralbank, von den Erfahrungen seines Landes mit einer Politik der direkten Inflationssteuerung. Seit der Einführung der Inflationssteuerung im Jahre 1993 habe die schwedische Zentralbank erfolgreich die Inflation unter Kontrolle und mit dem Inflationsziel in Einklang gebracht. Gouverneur Heikenstein erläuterte darüber hinaus die Kommunikationspolitik der schwedischen Zentralbank sowie die Rolle des Wechselkurses bei geldpolitischen Entscheidungen.

In einer Podiumsdiskussion unter Leitung von *Wolfgang Münchau* (Financial Times) wurde das Für und Wider einer Mitgliedschaft in der

---

<sup>1</sup> Die auf der Konferenz vorgestellten Forschungsarbeiten sind auf der Homepage des Zentrums für Europäische Integrationsforschung (ZEI) als PDF-Datei verfügbar: [http://www.zei.de/zei\\_deutsch/veranstaltung/konstanz05.htm](http://www.zei.de/zei_deutsch/veranstaltung/konstanz05.htm).

Europäischen Währungsunion aus der Perspektive der Türkei, Großbritanniens und Ungarns diskutiert. *Erdem Basci* (Central Bank of Turkey) berichtete, dass die Türkei zurzeit die Maastricht-Kriterien für eine Mitgliedschaft in der Währungsunion erfülle und auf eine niedrige und stabile Inflationsrate bei gleichzeitig hohem realen Wachstum verweisen kann. *Patrick Minford* (Cardiff University) schloss einen Beitritt Großbritanniens zur Währungsunion aus. Die britische Volkswirtschaft könne nicht auf eine eigenständige Geldpolitik verzichten und die Exportwirtschaft würde angesichts der enormen Volatilität des Wechselkurses des Euro zum US-Dollar eine besondere Beeinträchtigung erfahren. Für Ungarn dagegen, so *Max Gillmann* (Central European University), sei eine Mitgliedschaft viel versprechend, weil das Inflationsniveau gesenkt werde und somit ein höheres reales Wachstum möglich sei. In der anschließenden Diskussion wurde vor allem die Relevanz des Balassa-Samuelson-Effektes, also des Einflusses von Produktivitätsunterschieden auf den realen Wechselkurs für die osteuropäischen Transformationsländer diskutiert. Daneben wurde die Wahrscheinlichkeit von Währungsturbulenzen für diejenigen Länder erörtert, die der Europäischen Währungsunion nicht beitreten werden.

*Gianluca Benigno* (London School of Economics) und *Bianca de Paoli* (London School of Economics) untersuchen in ihrem Beitrag „Optimal Monetary and Fiscal Policy for a Small Open Economy“ die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik in einer kleinen offenen Volkswirtschaft. Sie leiten die optimale Geld- und Fiskalpolitik unter nominalen Rigiditäten und monopolistischer Konkurrenz her und vergleichen die Politikreaktionen unter drei institutionellen Szenarien. Bei direkter Inflationssteuerung sollte die Politik den Steuersatz als zusätzliches Instrument verwenden, um inländische Produktivitätsschocks zu stabilisieren und die Inflationsrate zu kontrollieren. Im Falle einer institutionellen Verpflichtung zu einem ausgeglichenen Staatshaushalt sollten Steuern und Zinsen antizyklisch reagieren und den Output reduzieren, sodass Budgetungleichgewichte vermieden werden können. Unter einem fixen Wechselkurs sollte der Steuersatz nach einem externen Produktivitätsschock gesenkt werden, was eine expansive Wirkung auf den Output hat.

In ihrer Arbeit „Structural Changes in the US Economy: Bad Luck or Bad Policy“ stellen *Fabio Canova* (IGIER und Universität Pompeu Fabra) und *Luca Gambetti* (Universität Pompeu Fabra) die Frage, worauf die Strukturbrüche in der US-Ökonomie seit den 1980er-Jahren zurückzuführen sind und welche Rolle die Geldpolitik in diesem Zusam-

menhang spielt. Zu beobachten ist ein Rückgang der Volatilität des Outputs und der Inflationsrate. Das Papier analysiert, welche Bedeutung die Geldpolitik für diesen strukturellen Wandel in den letzten 25 Jahren gehabt hat. Eine verbreitete These besagt, die hohen Inflationsraten der 1970er-Jahre seien das Ergebnis einer schlechten Geldpolitik gewesen („bad policy“). Eine andere Hypothese sieht die hohen Inflationsraten als Ergebnis adverser Schocks („bad luck“), deren Verteilung sich im Zeitablauf geändert habe. Die Autoren schätzen ein VAR-Modell mit zeitvariablen Koeffizienten, wobei auch die Varianz der Vorhersagefehler im Zeitablauf nicht konstant sein muss. Dieser Ansatz erlaubt, die Bedeutung struktureller Veränderungen in der systematischen Komponente der Geldpolitik, Veränderungen in der Transmission geldpolitischer Impulse, Veränderungen in der Varianz der geldpolitischen und der sonstigen Schocks sowie Strukturveränderungen im Rest der Ökonomie zu identifizieren. Die Autoren zeigen, dass die geldpolitische Reaktionsfunktion seit 1982 überraschend stabil ist und dass die Varianz der Schocks zurückgegangen ist, während der geldpolitische Transmissionsmechanismus weitgehend unverändert geblieben ist. Die Persistenz der Inflationsrate hat sich im Zeitablauf erhöht. Insgesamt scheinen die Ergebnisse eher die Hypothese des „bad luck“ zu unterstützen.

In vielen Industrieländern lässt sich in jüngster Zeit ein Rückgang der Sparquote und eine höhere Verschuldung der privaten Haushalte beobachten. Hinzu kommt, dass sich die Struktur der Verschuldung verändert hat und kurzfristige ungesicherte Kredite eine größere Rolle spielen. *Kevin Lee* (University of Leicester) und *Paul Mizen* (University of Nottingham) untersuchen, ob diese Entwicklung Risiken für die Stabilität des Finanzsystems birgt und ob in Zukunft mit einer erhöhten Zahl zahlungsunfähiger Haushalte zu rechnen ist. In ihrer Arbeit „Indicating Financial Distress Using Probability Forecasts with an Application to the UK Unsecured Credit Market“ stellen sie einen neuartigen Ansatz zur Berechnung von Wahrscheinlichkeitsprognosen für finanzielle Risiken mittels makroökonomischer Daten vor. Sie verwenden ein strukturelles makroökonomisches Modell, das im Wesentlichen makroökonomische Langfristbeziehungen spezifiziert zur Prognose finanzieller Ungleichgewichte. Diese Methode kann Perioden identifizieren, in denen Finanzrisiken im Haushaltssektor virulent waren, und kann diese Perioden zu ausgewählten makroökonomischen Daten und zu Haushaltsdaten für Großbritannien in Beziehung setzen.

Eine Reihe von Studien zeigt, dass die Geldmengenentwicklung Informationen über die zukünftige Inflationsentwicklung beinhaltet, die über



die Informationen hinausgehen, die in realwirtschaftlichen Indikatoren oder in Zinssätzen enthalten sind. *Manfred J. M. Neumann* (Universität Bonn) und *Claus Greiber* (Deutsche Bundesbank) vertiefen die Analyse der Indikatoreigenschaften der Geldmengenentwicklung und betrachten in ihrer Arbeit „Inflation and Core Money Growth in the Euro Area“ die Rolle von Geldmengenaggregaten als Indikatoren zukünftiger Inflationsraten in der Eurozone. Sie ermitteln auf der Grundlage eines stilisierten Modells eine Kernkomponente der Wachstumsrate der Geldmenge, die als langfristige bzw. permanente Komponente des nominalen Geldmengenwachstums definiert wird, die das Wachstum der realen Geldnachfrage übersteigt. Die Autoren verwenden eine Vielzahl verschiedener Filtertechniken zur Ermittlung der langfristigen bzw. niedrigfrequenten Komponente des Geldmengenwachstums und untersuchen systematisch verschiedene Frequenzbereiche des Geldmengenwachstums. Sie zeigen, dass die Wachstumsrate der Kerngeldmenge in einem engen Verhältnis zur Inflationsrate steht. Kurzfristige Veränderungen der Geldmenge leisten im Gegensatz dazu keinen Beitrag zur Erklärung der Inflationsrate. Die Ergebnisse, die im Übrigen robust in Bezug auf die Filtertechniken sind, unterstreichen, dass das Wachstum der Geldmenge M3 Informationen für die Inflationsentwicklung in der Eurozone beinhaltet.

*Stefan Gerlach* (BIZ) befasst sich in seiner Arbeit „Interest Rate Setting by the ECB: Words and Deeds“ mit dem Zinssetzungsverhalten der Europäischen Zentralbank (EZB). Er wertet die Vorworte zu den Monatsberichten der EZB aus und katalogisiert die Kommentierung des EZB-Rates zur Inflationsentwicklung, zur realwirtschaftlichen Entwicklung und zur Entwicklung des Geldmengenwachstums. Aus diesen Daten konstruiert er jeweils einen diskreten Indikator, dessen Einfluss auf die tatsächliche Zinsentscheidung anschließend empirisch quantifiziert wird. Der Autor zeigt in einer Probit-Schätzung, in der diese Indikatorvariablen sowie konventionelle makroökonomische Variablen als erklärende Variablen verwendet werden, eine starke Reaktion der Zinspolitik auf realwirtschaftliche Entwicklungen, die wiederum Informationen über zukünftige inflationäre Entwicklungen beinhalten. Die EZB bezieht sich in ihren monatlichen Stellungnahmen häufig auf Stimmungsindikatoren, deren empirische Signifikanz sich auch in den Regressionsergebnissen widerspiegelt. Interessanterweise ist die Reaktion der Zinspolitik auf Entwicklungen der Geldmenge dann besonders hoch, wenn sich hohe Inflationsrisiken abzeichnen.

*Andreas Schabert* (Universiteit van Amsterdam) wirft in seiner Arbeit „Monetary Instruments and Discretionary Policy“ die Frage auf, welche

Implikationen die Wahl des geldpolitischen Instrumentes für die Wohlfahrt einer Volkswirtschaft hat. In einem neu-keynesianischen Modell mit nominalen Rigiditäten und Transaktionsfraktionen, die eine positive Geldhaltung induzieren, führt der optimale vorwärts gerichtete Plan der Zentralbank zu einer Vielzahl möglicher Gleichgewichte. Der Autor zeigt, wie sich die Wahl des Instrumentes auf die Bestimmtheit des Gleichgewichtes bei diskretionärer Optimierung auswirkt. Wenn die Zentralbank die Wachstumsrate der Geldmenge setzt, ist der Geldbestand eine Zustandsvariable, sodass die Gleichgewichtssequenzen eindeutig bestimmt werden können. Der dadurch entstehende Vergangenheitsbezug unter dieser Politik erhöht die soziale Wohlfahrt im Vergleich zu einer Politik, in der die Zentralbank den zeitkonsistenten Plan über eine Anpassung des nominalen Zinssatzes implementiert. Der Vergangenheitsbezug bei einer Anpassung des Geldmengenwachstums trägt zur Bestimmtheit des Gleichgewichtes bei und erhöht die Wohlfahrt, auch wenn der private Sektor vollständig vorausschauend agiert. Der Wohlfahrtsgewinn durch eine Geldmengenpolitik steigt mit der Relevanz der Störungen, die nicht die Preisstarrheiten betreffen, also etwa mit der Persistenz des Kostenschocks oder mit der Zinselastizität der Geldnachfrage.

*Robert H. Rasche* (Federal Reserve Bank of St. Louis) und *Marcela M. Williams* (Federal Reserve Bank of St. Louis) diskutieren in ihrer Arbeit „The Effectiveness of Monetary Policy“ die Effektivität verschiedener geldpolitischer Konzepte vor dem Hintergrund des gegenwärtig vorherrschenden Ansatzes der direkten Inflationssteuerung. Sie skizzieren die paradigmatischen Diskussionen der letzten Jahrzehnte unter dem Einfluss von Keynesianismus, Monetarismus und dem Siegeszug der Theorie rationaler Erwartungen unter besonderer Berücksichtigung der Rolle der Geldpolitik für die makroökonomische Stabilisierung. In der gegenwärtigen geldpolitischen Praxis haben direkte Inflationsziele die Verwendung von Geldmengenaggregaten als nominale Anker weitestgehend verdrängt. Die Autoren diskutieren die Erfahrungen einzelner Zentralbanken mit diesem Konzept und werten die Inflationsraten der betroffenen Länder empirisch aus. Sie untersuchen, inwieweit der gleitende Durchschnitt der Inflationsraten dem anvisierten Inflationsziel der jeweiligen Zentralbank entspricht. In den meisten dieser Länder war die Geldpolitik der direkten Inflationssteuerung sehr effektiv, im Sinne eines dauerhaften Erreichens des gesetzten Inflationsziels. Der marginale Beitrag einer Politik der direkten Inflationssteuerung bleibt jedoch unklar, weil bspw. auch die amerikanische Federal Reserve in den letzten Jahren eine niedrige und stabile Inflationsentwicklung vorweisen kann, ohne ein In-

flationsziel vorzugeben. Zudem bleibt abzuwarten, inwieweit auch in Zukunft angesichts möglicher adverser Schocks eine Inflationssteuerung ähnlich erfolgreich sein wird.

*Kosuke Aoki* (LSE), *Gianluca Benigno* (LSE) und *Nobuhiro Kiyotaki* (LSE) stellen ein Modell vor, in dem die Anpassung einer kleinen offenen Volkswirtschaft nach einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs betrachtet wird. Die Autoren untersuchen, wie die mittelfristige makroökonomische Anpassung von der Ausgangssituation in den betroffenen Volkswirtschaften abhängt, insbesondere vom Entwicklungsstand des heimischen Finanzsystems und der Existenz eines beschränkten Zugangs zu Krediten ausländischer Gläubiger. Zentrales Merkmal des Modells ist eine Typisierung der Unternehmen in produktive und unproduktive Firmen, wobei sich die Produktivität jedes einzelnen Unternehmens zwischen den Perioden des Modells ändern kann. Ergebnis der Analyse ist, dass die Reaktion der Kreditbeziehungen infolge einer Öffnung der Ökonomie für den internationalen Kapitalverkehr vom Entwicklungsstand des Finanzsektors abhängt. Im Falle eines halbwegs entwickelten Finanzsystems wird ein Kapitalabfluss resultieren. Bei einem hoch entwickelten Finanzsystem wird ein Kapitalzufluss resultieren, weil ausländische Gläubiger produktiven inländischen Unternehmen Kredit gewähren.

Mit Forschungsbeiträgen der aktuellen, internationalen Spitzenforschung, lebhaften und spannenden wissenschaftlichen Diskussionen und dem Bezug zu aktuellen Fragen der Geldpolitik reihte sich das 36. Konstanz Seminar on Monetary Theory and Policy ein in die Tradition des Seminars als einer wissenschaftlichen Veranstaltung besonderer Art und Qualität.