

## Berichte

### Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 2004

Von Peter Tillmann, Bonn

Vom 25. bis 28. Mai 2004 fand das 35. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik auf der Insel Reichenau statt.<sup>1</sup> In den einzelnen Sitzungen des Seminars wurden neueste theoretische und empirische Forschungsergebnisse aus dem Bereich der monetären Ökonomie präsentiert und aktuelle geldpolitische Fragestellungen diskutiert. Das diesjährige Seminar wurde von Jürgen von Hagen (Universität Bonn und ZEI) organisiert. Auch in diesem Jahr stand der rege und offene Austausch zwischen Wissenschaftlern aus Europa, den USA und Japan im Vordergrund. Vor allem aber kennzeichnet die intensive Einbindung von Nachwuchswissenschaftlern und Vertretern der Zentralbanken die Tradition des von Karl Brunner gegründeten Seminars.

Als Gastredner stellte *Zdenek Tuma*, Gouverneur der Tschechischen Nationalbank, die geld- und währungspolitische Strategie seines Landes sowie seine Einschätzung eines Beitritts Tschechiens zur Euro-Zone dar. Er nannte den Zeitpunkt 2009/10 als möglichen Termin eines Beitritts seines Landes zur Europäischen Währungsunion (EWU). Er betonte, dass keineswegs alle neuen EU-Mitgliedsländer Mittel- und Osteuropas die gleiche Strategie in Bezug auf den Beitritt zur EWU verfolgten. Die Strategie Tschechiens, das sich für ein System flexibler Wechselkurse in Verbindung mit einem System der Inflationssteuerung entschieden hat, unterscheidet sich beispielsweise von der Strategie derjenigen Länder, die ein Currency-Board-System oder andere Systeme fixer bzw. kontrollierter Wechselkurse eingerichtet hätten. Tuma zeigte sich skeptisch in Bezug auf die Qualität des Europäischen Wechselkursmechanismus II (ERM II), der die Währungen der Beitrittsländer auf dem Weg in die Eu-

---

<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/konstanz04.htm](http://www.zei.de/zei_deutsch/veranstaltung/konstanz04.htm).

ropäische Währungsunion stabilisieren soll. Im Vergleich zu dem gut funktionierenden System der Inflationssteuerung, das mittlerweile ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit genieße, sei das ERM II kein geeigneter nominaler Anker für die tschechische Ökonomie.

In einer Podiumsdiskussion mit *Robert Rasche* (Federal Reserve Bank of St. Louis), *Patrick Minford* (University of Cardiff) und *Manfred J. M. Neumann* (Universität Bonn) wurde die aktuelle US-Geldpolitik kontrovers debattiert. Neben der Einschätzung des konjunkturellen Umfeldes wurde die Frage diskutiert, wie die gegenwärtige Geldpolitik der Federal Reserve im historischen Vergleich zu bewerten sei. Dabei fand auch die Frage Berücksichtigung, ob angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen mit einer Zinserhöhung zu rechnen ist.

Die Arbeit „Euro Area inflation differentials“ von *Ignazio Angeloni* (EZB) und *Michael Ehrmann* (EZB) untersucht die Gründe für unterschiedliche Inflationsraten und unterschiedliches Wirtschaftswachstum in den einzelnen Mitgliedsstaaten der Europäischen Währungsunion. Die Frage ist, wie die teils beträchtlichen Unterschiede in den Inflationsraten trotz gemeinsamer Geldpolitik entstehen und inwiefern ein Konvergenzprozess im Laufe der nächsten Jahre zu erwarten ist. Die unvollständige Integration der Arbeits- und Gütermärkte in der Währungsunion, Unterschiede in der Fiskalpolitik sowie politökonomische Überlegungen können die Inflationsdifferenziale nur zum Teil erklären. Die Autoren argumentieren, dass herkömmliche Regressionsanalysen und kalibrierte makroökonomische Modelle die Problematik nur unzureichend analysieren können und schätzen ein 12-Länder-Modell, das anschließend um eine für alle Länder geltende geldpolitische Regel ergänzt wird. In Form von Simulationen wird der Erklärungsbeitrag einzelner Faktoren herausgearbeitet. Die Ergebnisse weisen den Persistenzeigenschaften der Inflationsrate eine zentrale Rolle zu. Eine hohe Persistenz der Inflationsdynamik verstärkt andauernde inflationäre Tendenzen und zyklische Inflationsdifferenziale infolge asymmetrischer Schocks. Wenn die Inflationspersistenz in allen Mitgliedsländern identisch wäre, würde sie einen größeren Teil der beobachtbaren Inflationsunterschiede erklären als traditionellerweise angeführte Erklärungsfaktoren.

In seinem Beitrag „Should macroeconomists consider restricted perceptions equilibria? Evidence from the experimental laboratory“ analysiert *Klaus Adam* (EZB) die empirische Relevanz von Gleichgewichten unter eingeschränktem Wahrnehmungsvermögen (restricted perceptions equilibria) im Vergleich zu Gleichgewichten unter rationalen Erwartun-

gen. Gleichgewichte unter eingeschränktem Wahrnehmungsvermögen können realisiert werden, wenn Individuen bei der Wahl ihres individuellen Prognosemodells bindenden Beschränkungen unterliegen, die vollständig rationale Erwartungen unmöglich machen. Der Autor analysiert die Relevanz dieser alternativen Gleichgewichtskonzepte unter Laborbedingungen, sodass das zugrunde liegende Modell der Ökonomie, über dessen Variablen die Individuen Erwartungen bilden, per definitionem das wahre Modell ist. Es stellt sich heraus, dass die Zeitreiheigenschaften des resultierenden Outputs und der resultierenden Inflationsrate in einem einfachen Makromodell nicht im Rahmen eines Gleichgewichts unter rationalen Erwartungen erklärt werden können. Das zyklische Verhalten dieser Variablen kann vielmehr durch ein Gleichgewicht unter eingeschränktem Wahrnehmungsvermögen erklärt werden. In diesem Gleichgewicht nutzen die Individuen die univariate Prognosefunktion, die den niedrigsten mittleren quadrierten Vorhersagefehler für Prognosen über einen Schritt im Voraus liefert. Nach ca. 50 Perioden scheinen die Individuen zu lernen, dass ihre univariaten Prognosen fehlspezifiziert sind und beginnen damit, andere Modelle für ihre Prognosen zu nutzen. Selbst nach 100 Perioden fällt die Evidenz für eine Konvergenz zu einem Gleichgewicht unter rationalen Erwartungen schwach aus.

*Michael Binder* (Goethe Universität Frankfurt), *M. Hashem Pesaran* (University of Cambridge) und *Sunil Sharma* (IWF) widmen sich in ihrem Beitrag „Common features in exchange rate dynamics using dynamic heterogeneous panel data models“ der Frage, inwieweit die Kaufkraftparitätentheorie die Dynamik der Wechselkurse in einem Panel von 145 Ländern über einen Zeitraum von 1948–2000 beschreibt. In ihrem empirischen Modell testen die Autoren, ob eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen bilateralen nominalen Wechselkursen und den Preisniveaus der beteiligten Länder vorliegt, und untersuchen die Restriktionen, die die Kaufkraftparitätentheorie impliziert. Im Gegensatz zu herkömmlichen Panel-Untersuchungen unterscheidet der hier verwendete Ansatz zwischen den Eigenschaften der langfristigen und der kurzfristigen Dynamik. Das Modell erlaubt die Schätzung länderspezifischer Parameter, die die kurzfristige Anpassungsdynamik beschreiben, während die Parameter, die die langfristigen Gleichgewichtsbeziehungen beschreiben, für alle Länder identisch sein können. Die Autoren zeigen, dass die empirische Evidenz für die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie in diesem Schätzansatz sehr stark ausfällt. Die heterogenen Anpassungsparameter spiegeln Unterschiede in der Inflationstradition, im

Grad der Offenheit der Volkswirtschaft in Bezug auf Güter- und Kapitalströme sowie in der jeweiligen Wechselkurspolitik wider.

Die Arbeit „Monetary and fiscal policy switching“ von *Troy Davig* (College of William and Mary), *Eric M. Leeper* (Indiana University) und *Hess Chung* (Indiana University) untersucht die Wirkung geldpolitischer Schocks unter der Annahme, dass sich das geldpolitische und das fiskalpolitische Regime ändern können. Dahinter steht die Beobachtung, dass empirisch ermittelte Reaktionsfunktionen wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger Strukturbrüchen unterliegen und sich die Parameter dieser Funktionen im Zeitablauf erheblich ändern können. Die Autoren modellieren zwei unbeobachtbare mögliche Zustände der Geld- und Fiskalpolitik, deren Realisation durch einen stochastischen Markov-Prozess gesteuert wird. In einem Regime folgt die Geldpolitik dem Taylor-Prinzip und die Steuereinnahmen steigen in gleichem Maße wie die Staatsverschuldung. In einem alternativen Zustand weicht die Geldpolitik vom Taylor-Prinzip ab und die Fiskalpolitik setzt die Steuerlast exogen. Das Modell zeigt, dass die Berücksichtigung möglicher Regimewechsel im Entscheidungsverhalten der Individuen dazu führt, dass geld- und fiskalpolitische Schocks Vermögenseffekte generieren und dass ein Nicht-Ricardianisches Gleichgewicht existiert.

Die Determinanten der Arbeitslosigkeit werden von *Markus Knell* (OeNB) in seiner Arbeit „The interaction between wage-setting and monetary institutions in open economies“ in einem mikroökonomisch fundierten Zwei-Länder-Modell untersucht. Im Gegensatz zu den Arbeiten, die die strategische Interaktion von Unternehmen, Gewerkschaften und der Zentralbank für den Fall einer geschlossenen Volkswirtschaft analysieren, zeigt das Modell, dass die gleichgewichtige Arbeitslosenquote in jedem Land von der institutionellen Verfassung der Arbeits- und Gütermärkte sowie der Geldpolitik in beiden Ländern abhängt. Institutionelle Veränderungen in einem Land beeinflussen auch die Arbeitslosenquote im jeweils anderen Land. Darüber hinaus impliziert das Modell, dass die Wirkung von Veränderungen im Grad der Zentralisierung der Lohnverhandlungen auf die Arbeitslosigkeit uneindeutig ist und ebenfalls von der Struktur der Gütermärkte sowie den geldpolitischen Rahmenbedingungen abhängig ist. Schließlich erklärt das Modell, dass die Bildung einer Währungsunion zu unveränderter oder aber zu niedrigerer Arbeitslosigkeit führt. Dies liegt darin begründet, dass bereits vor der Bildung der Währungsunion Gewerkschaften und Zentralbanken ausländische Größen in Betracht ziehen und dass Gewerkschaften in der Währungs-

union antizipieren, dass die gemeinsame Geldpolitik weniger stark auf negative konjunkturelle Entwicklungen im Inland reagieren wird. Dies sollte zu moderateren Lohnabschlüssen führen.

*Bennett T. McCallum* (Carnegie Mellon University) und *Edward Nelson* (Federal Reserve Bank of St. Louis) betrachten in ihrer Arbeit „Targeting vs. instrument rules for monetary policy“ die Implikationen alternativer geldpolitischer Regelwerke für die Volatilität makroökonomischer Größen. Eine Instrumentenregel, z. B. eine Taylor-Regel, bezieht sich auf eine Beziehung zwischen dem Politikinstrument der Zentralbank und kontemporär beobachtbaren Variablen. Eine allgemeine Ziel-Regel (Targeting-Rule) spezifiziert dagegen eine Zielfunktion der Zentralbank, während eine spezielle Ziel-Regel eine Optimalitätsbedingung, die aus einem Optimierungsproblem der Zentralbank resultiert, in Verbindung mit einem Modell der zugrunde liegenden Ökonomie beschreibt. Die Autoren weisen auf terminologische Inkonsistenzen in der Trennung von geldpolitischen Regeln und den Zielen der Geldpolitik hin und betonen, dass die Bedingungen erster Ordnung, auf denen die Ziel-Regeln basieren, immer modellspezifisch sind. Ziel sollte es sein, Regeln zu finden, die sich in einer Vielzahl plausibler Modelle empirisch bewähren.

In ihrem Beitrag „Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?“ argumentieren *Claudio Borio* (BIZ) und *Philip Lowe* (Reserve Bank of Australia), dass Zentralbanken verstärkt die Entwicklung von aggregierten Kreditgrößen beobachten sollten, um rechtzeitig und vorbeugend auf das Auftreten von spekulativen Blasen auf den Märkten für Vermögenswerte und auf finanzielle Schief lagen im Bankensystem reagieren zu können. Sie plädieren dafür, den herkömmlichen Rahmen der Inflationssteuerung um die systematische Betrachtung der Märkte für Vermögenswerte zu erweitern und den Zeithorizont der traditionellen Inflationssteuerung auszudehnen. In einem ersten Schritt betrachten die Autoren die Entwicklung der monetären Theorie der vergangenen Jahrzehnte und zeichnen die Relevanz von Kreditaggregaten dogmengeschichtlich nach. In einem zweiten Schritt schlagen die Autoren zwei Größen vor, das trendbereinigte Verhältnis von Kreditvergabe an Private zum Outputniveau sowie einen trendbereinigten realen Aktienindex, und untersuchen die Indikatoreigenschaften dieser Variablen für das Auftreten von Banken- und Finanzkrisen sowie von spekulativen Blasen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass beide Variablen Informationen über die Gefahr von Verwerfungen an den Finanzmärkten beinhalten, die von Zentralbanken genutzt werden sollten. In einem

nächsten Schritt schätzen sie geldpolitische Reaktionsfunktionen, die um die genannten Indikatorvariablen erweitert werden, für eine Reihe von Industrieländern. Sie zeigen, dass die betrachteten Zentralbanken entweder nicht auf die Finanzmarktindikatoren oder aber, z.B. im Falle der US-amerikanischen Geldpolitik, asymmetrisch auf die Bedingungen an den Finanzmärkten reagieren.

*S. Boragan Aruoba* (University of Pennsylvania), *Christopher J. Waller* (University of Notre Dame) und *Randall Wright* (University of Pennsylvania) entwickeln in ihrer Arbeit „Money and capital“ die Mikrofundierung der Geldhaltung weiter mit dem Ziel, die mikroökonomisch fundierte monetäre Theorie in ein standardgemäßes makroökonomisches Modell zu integrieren. Die Autoren führen kompetitives Preissetzungsverhalten auf allen Märkten ein und können dadurch untersuchen, inwieweit die Ergebnisse anderer Modelle, die auf einer Dichotomie zwischen der Allokation auf zentralisierten und dezentralisierten Märkten aufbauen, aus der physischen Umgebung resultieren oder Ergebnis der auferlegten Restriktionen zur nicht-wettbewerblichen Preisbestimmung sind. Das Modell betrachtet diskrete Zeitperioden, die in die Unterperioden „Tag“ und „Nacht“ unterteilt werden. Mithilfe dieser Unterteilung ist es möglich, verschiedene Friktionen in das Modell aufzunehmen. Während Agenten in der Nacht auf friktionslosen Märkten handeln, ist der Markt am Tage durch verschiedene Formen von Restriktionen gekennzeichnet. Die Autoren leiten die Geldnachfrage aus grundlegenden mikroökonomischen Parametern her und zeigen die Implikationen der Geldpolitik in diesem Rahmen für den aggregierten Konsum, das Beschäftigungsniveau und das Investitionsvolumen auf.