Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1996

Von Katrin Wesche, Bonn

Das 27. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 4. bis 7. Juni 1996 auf der Insel Reichenau statt. Es wurde von *Manfred J. M. Neumann* (Bonn) organisiert. Die Schwerpunkte des Seminars lagen auf der Steuerung der Geldpolitik und den Konsequenzen der Europäischen Währungsunion für die Geldpolitik in Europa. Die Europäische Währungsunion war auch das Thema einer Politikdiskussion.

Andrew G. Haldane bot mit „Some Thoughts on Inflation Targeting" einen Überblick über eine relativ neue Entwicklung in der Geldpolitik, nämlich die Verwendung von Inflationszielen. Als erstes Land hat Neuseeland 1990 ein Inflationsziel eingeführt, es folgten Kanada, Australien, Großbritannien, Schweden und Finnland. In vielen Fällen sorgten die Inflationsziele für einen schnellen Rückgang der Inflationsrate. Bei der direkten Steuerung der Inflationsrate muß berücksichtigt werden, daß die Inflation mit einer großen Zeitverzögerung auf die Geldpolitik reagiert. Aus diesem Grund wird nicht die aktuelle Inflation betrachtet, sondern die Geldpolitik wird so angepaßt, daß die Prognose für die Inflation in den nächsten zwei Jahren im Zielbereich liegt (feed forward rule). Da Prognosen naturgemäß mit Unsicherheit behaftet sind, werden Bereiche angegeben, in denen sich bei einer bestimmten Einstellung der geldpolitischen Instrumente die Inflationsrate mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit befinden wird. Inflationssteuerung erfordert eine genaue Kenntnis über den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Erfahrungen mit Inflationszielen bestehen zur Zeit nur über eine relativ kurze Frist. Es bleibt daher abzuwarten, wie sich die Lage in der Zukunft entwickelt.

Der Vortrag von *John Taylor* „Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability" beschäftigte sich mit dem Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit. Empirisch ist kein langfristiger Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und der Arbeitslosigkeit festzustellen, d. h., jede Inflationsrate ist mit jeder Arbeitslosenrate ver-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einbar. Die langfristige – oder natürliche – Arbeitslosenrate ist aber nicht konstant. Sie wird zwar von der Politik bestimmt, kann allerdings nicht durch den Einsatz der Geldpolitik dauerhaft gesenkt werden. Für ihre Höhe sind hauptsächlich mikroökonomische Faktoren, wie z.B. institutionelle Regelungen und gesetzliche Bestimmungen, ausschlaggebend. Die Geldpolitik sollte darauf abzielen, die reale Nachfrage möglichst stetig zu halten. Dies senkt sowohl die Schwankungen der Inflationsraten als auch des Wirtschaftswachstums. Während es langfristig keinen Trade-Off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit gibt, existiert dieser Trade-Off jedoch für die Varianz der Inflation und der Arbeitslosigkeit. Eine Verstetigung der Geldpolitik in diesem Sinne ist durch die Einhaltung von geldpolitischen Regeln nach Taylors Meinung möglich. Die Erfahrungen der USA in den 80er Jahren bestätigen, daß eine solche Geldpolitik langfristig die Inflation niedrig hält und für ein stabiles Wirtschaftswachstum sorgt.

Athanasios Orphanides, David H. Small, Volker Wieland und *David W. Wilcox* präsentierten mit „A Quantitative Exploration of the Opportunistic Approach to Disinflation" einen neuen Ansatz zur Modellierung der Zielfunktion der Zentralbank. In konventionellen Modellen wird in der Regel davon ausgegangen, daß ein fester Zielwert für die Inflationsrate besteht. Der opportunistische Ansatz nimmt dagegen an, daß sich bei niedriger Inflation die Zentralbank auf die Outputstabilisierung konzentriert. Bei höherer Inflation dagegen soll die Zentralbank zwar versuchen, eine weitere Erhöhung der Inflationsrate zu vermeiden, eine Zurückführung der Inflationsrate aber nur im Falle inflationssenkender Schocks unternehmen. Der Unterschied zwischen einem konventionellen und einem opportunistischen Politiker liegt darin, daß der konventionelle Politiker stets die beiden Ziele Outputstabilisierung und Inflationsreduktion gleich stark gewichtet, während der opportunistische Politiker die Gewichte in der Zielfunktion in Abhängigkeit von der Höhe der Inflation ändert. Die Unterschiede zwischen dem opportunistischen und dem konventionellen Ansatz in der Entwicklung von Output und Inflation nach einem exogenen Schock werden anhand eines Makro-Modells simuliert. Zur Beschreibung des konventionellen Politikers wird die Taylor-Regel verwendet. Der opportunistische Ansatz führt zu geringeren Outputverlusten, aber es dauert länger, bis Preisstabilität erreicht wird.

Gebhard Kirchgässner und *Marcel Savioz* untersuchten in „Monetary Policy and Forecasts for Real GDP Growth: An Empirical Investigation for the Federal Republic of Germany" die Eignung verschiedener Variablen für die Prognose der Konjunkturentwicklung. Prognostiziert wird

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die Wachstumsrate des realen Sozialprodukts. Als Prognosevariablen werden M1, M2, M3, lang- und kurzfristige Zinssätze, die Zinsstruktur und die Zinsdifferenz zwischen privaten und öffentlichen Anleihen verwendet. Der Untersuchungszeitraum umfaßt die Jahre 1960 bis 1995. Um den Zusammenhang der Indikatoren mit dem Wirtschaftswachstum zu testen, werden Granger-Kausalitätstests durchgeführt. Zwar läßt sich eine kausale Beziehung von der Zinsstruktur zum Wirtschaftswachstum nachweisen, die Zinsstruktur wird jedoch von M1 im Hinblick auf die Prognosegüte übertroffen. Auch M3, das Zwischenziel der Deutschen Bundesbank, schneidet im Hinblick auf die Prognose des realen Wachstums relativ schlecht ab. Anschließend wurden die Schätzungen mit den Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute verglichen. Dabei wurden nur die Informationen in die Schätzung aufgenommen, die auch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute vorlagen. Die Zinsstruktur enthält keine zusätzlichen Informationen bezüglich des tatsächlichen Wirtschaftswachstums, die nicht von den Forschungsinstituten berücksichtigt worden wären. Dagegen enthalten die Prognosen mit M1 und den kurzfristigen Zinsen zusätzliche Informationen. Darüber hinaus geben die Prognosen der Forschungsinstitute keine Informationen, die nicht schon in den Prognosen mit M1 enthalten sind.

Einen Schwerpunkt des Seminars bildete die Geldpolitik im Übergang zur Europäischen Währungsunion. *Philipp C. Rother* untersuchte in „European Monetary Integration and the Demand for Money" die Auswirkungen des Übergangs zu einer gemeinsamen Währung auf die Geldnachfrage. Die Geldhaltung wird im Rahmen eines Cash-in-Advance-Modells modelliert. Nach der Fixierung der Wechselkurse in der ersten Stufe der Währungsunion entfällt zwar das Wechselkursrisiko, es existieren aber noch die verschiedenen Währungen. Es läßt sich zeigen, daß die Geldnachfrage nach der Fixierung der Wechselkurse ansteigen wird. Nach der Einführung der gemeinsamen Währung reduziert sich die Zahl der Aktiva. Dies hat Auswirkungen auf die Portfolio-Zusammenstellung der Individuen und damit auf die Geldnachfrage, die mit Einführung einer gemeinsamen Währung wieder sinkt. Die Reaktion der Geldnachfrage auf Zinsänderungen wird mit dem Übergang zur Währungsunion geringer. Falls die Währungsunion zu einer erhöhten Varianz der Inflation führt, wird die Vermögenselastizität der Geldnachfrage steigen. Die quantitativen Auswirkungen des Modells werden durch Simulationen für eine Währungsunion zwischen Deutschland und Frankreich bzw. zwischen Deutschland und den Niederlanden getestet.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„The Stability of European Money Demand: An Investigation of M3H" von *Katrin Wesche* beschäftigte sich mit der Geldpolitik in der zukünftigen Europäischen Währungsunion. Die Frage der Stabilität der Geldnachfrage in Europa ist vor allem für die Geldpolitik in der zukünftigen Europäischen Zentralbank von Interesse. Bisherige Untersuchungen deuten darauf hin, daß eine Geldnachfragefunktion für mehrere Länder der Europäischen Union stabiler ist als nationale Geldnachfragefunktionen. Dies kann der Fall sein, wenn Währungssubstitution zwischen den europäischen Währungen die nationalen Beziehungen destabilisiert, eine aggregierte Funktion aber unberührt läßt. Auf der anderen Seite beschränkt eine europäische Geldnachfragefunktion die Parameter für alle Länder auf einen Wert und länderspezifische Charakteristika können nicht mehr berücksichtigt werden. Es ist damit eine empirische Frage, ob die Geldnachfrage in Europa besser durch eine aggregierte oder durch nationale Schätzungen erklärt wird. Die Untersuchung bezieht sich auf die vier größten Mitgliedsländer der Europäischen Union: Deutschland, Frankreich, Italien und Großbritannien. Währungssubstitution scheint nicht der Grund für die Stabilität der europäischen Geldnachfragefunktion zu sein. Die Parameterwerte der nationalen Funktionen weichen stark voneinander ab, was vermuten läßt, daß Aggregation zu Verzerrungen führt. Dies wird durch den Vergleich des Erklärungsgehalts von europäischer und nationalen Geldnachfragefunktionen bestätigt. Die nationalen Funktionen erklären die Geldnachfrage im Währungsgebiet – wenn auch geringfügig – besser als eine europäische Funktion. Diese Ergebnisse raten, eine europäische Geldnachfragefunktion mit Vorsicht zu betrachten.

Die Europäische Währungsunion war auch das Thema einer Podiumsdiskussion mit dem Titel „ECB's Monetary Policy and EMS II". Obwohl der Starttermin für die Währungsunion kurz bevorsteht, sind noch viele Details unklar. *Jürgen von Hagen* warf einige Fragen zu institutionellen Regelungen in der zukünftigen Union auf. Es muß diskutiert werden, wie das Verhältnis zwischen den Mitgliedern der Union und den nicht teilnehmenden Ländern gestaltet wird. Um die Union handlungsfähig zu halten, könnte das Ende der Einstimmigkeit erforderlich werden. Allerdings würde dies eine starke Einschränkung der nationalen Souveränität bedeuten. Außerdem ist nicht geklärt, ob Defizitregeln notwendig sind und wie sie durchgesetzt werden können. *Jacques Mélitz* vertrat die Ansicht, daß die Länder, die nicht in der ersten Runde in die Währungsunion eintreten können, kein Interesse haben werden, der Union später beizutreten. Diese Länder kommen aufgrund der Einführung einer

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gemeinsamen Währung bei ihren wichtigsten Handelspartnern in den Genuß der geringeren Transaktionskosten, haben aber trotzdem noch den Wechselkurs als Politikinstrument zur Verfügung. *Manfred J. M. Neumann* plädierte für eine Verschiebung des Starttermins. Voraussichtlich wird 1999 nur eine kleine Gruppe von Ländern die Konvergenzkriterien erfüllen. Eine Union sehr weniger Länder bringt nicht die ökonomischen Vorteile, die man sich von einer gemeinsamen Währung verspricht. Deshalb sollte man mit dem Beginn der Währungsunion warten, bis sich eine ausreichende Zahl von Ländern für den Eintritt qualifiziert hat. *Patrick Minford* empfahl Großbritannien, nicht in die Währungsunion einzutreten. Seiner Meinung nach können kompetitive Abwertungen nicht zum Problem zwischen den Teilnehmern an der Währungsunion und den Nicht-Teilnehmern werden, da sie ohnehin keine langfristigen Effekte auf die Beschäftigung haben. Insgesamt wurde der Erfolg der Europäischen Währungsunion eher skeptisch beurteilt. Es wurden Bedenken geäußert, ob eine Währungsunion ohne einen Förderalstaat überleben kann. Obwohl existierende Förderationen sehr unterschiedliche Grade der Zentralisierung der Fiskalausgaben vorweisen, wird im allgemeinen davon ausgegangen, daß ein gewisses Maß an Integration auf der Fiskalseite notwendig ist, damit eine gemeinsame Währung funktionieren kann.

In dem Vortrag „Latent Fundamentals and Interest Rate Parities in Foreign Exchange Rates" von *Heejoon Kang* ging es um die gedeckte Zinsparität. Es ist bekannt, daß das Niveau des Terminkurses ein guter Prediktor für den zukünftigen Kassakurs ist. Auf der anderen Seite gibt die Terminprämie keine guten Prognosen für die zukünftige Änderung des Kassakurses. Kang versucht, diese beiden Beobachtungen zu vereinbaren. Obwohl die Zinsdifferenz wenig Informationen über die zukünftige Abwertung gibt, ist die ungedeckte Zinsparität trotzdem erfüllt; allerdings nur im dem Sinne, daß der zukünftige Kassakurs durch die Summe des jetzigen Wechselkurses und der Zinsdifferenz bestimmt ist. Kang modelliert die Wechselkursentwicklung in einem simultanen Gleichungssystem. Es wird angenommen, daß die Wechselkurse durch nicht beobachtbare Fundamentalfaktoren bestimmt sind, die ihrerseits von der Zinsdifferenz beeinflußt werden. Die mit diesem Modell simulierte Wechselkursentwickung ist mit den empirischen Fakten vereinbar.

Vito A. Muscatelli und *Franco Spinelli* untersuchen in „Fisher, Barro and the Italian Interest Rate, 1845 - 1990" die Anpassung des Nominalzinses an die erwartete Inflation für Italien anhand von Daten über mehr

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

als 150 Jahre. Italien ist in diesem Fall von besonderem Interesse, da es sich um ein Land handelt, in dem lang andauernde und hohe Inflation herrschte. Über den gesamten Beobachtungszeitraum ist der nominale Zins relativ konstant, wogegen der Realzins stark schwankt. Der Mittelwert des Realzinses über den gesamten Beobachtungszeitraum ist negativ, was durch stark negative Realzinsen während des Ersten und Zweiten Weltkriegs sowie einen Realzins von –3,2 % in den 70er Jahren hervorgerufen wird. Die Anpassung des Nominalzinses an die erwartete Inflation ändert sich im Zeitablauf. Vor dem Zweiten Weltkrieg ist kein Einfluß der erwarteten Inflation auf den Nominalzins festzustellen. Für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg geht die erwartete Inflation langfristig in den Nominalzins mit einem Koeffizienten von eins ein. Die zweite Fragestellung des Vortrags beschäftigt sich mit den Auswirkungen einer expansiven Fiskalpolitik auf den Realzins. Vorübergehende Erhöhungen der Staatsausgaben erhöhen den Realzins, aber auch der Schuldenstand hat einen signifikanten Einfluß auf den realen Zinssatz. Dies steht im Widerspruch zu anderen empirischen Untersuchungen für die G7-Länder.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.30.1.156 | Generated on 2025-07-19 07:48:16
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/