

# **Können fixe Wechselkurse das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik bei persistenter Arbeitslosigkeit lösen?**

Von Rainer Fehn und Wolfgang Modery,\* Würzburg

## **I. Einleitende Bemerkungen**

Das Europäische Währungssystem (EWS) als ein System prinzipiell fixer, aber anpassungsfähiger Währungsparitäten ist im August 1993 bis auf weiteres suspendiert worden. Seither gilt für fast alle am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Länder, daß der nominale Außenwert ihrer Währungen in einer sehr großzügig bestimmten Bandbreite von +/- 15 % frei schwanken darf. Innerhalb dieser Bandbreite müssen die Notenbanken der Mitgliedsländer also nicht auf dem Devisenmarkt intervenieren, um die staatlich festgelegten Währungsparitäten aufrechtzuerhalten. Mit dieser Entwicklung hin zu de facto flexiblen Wechselkursen in Europa hat sich der diskretionäre Handlungsspielraum der nationalen Geldpolitiken erheblich ausgeweitet. Ob und inwieweit dieser dann dazu genutzt wird, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu verfolgen, oder ob er dazu verleitet, in den Strudel inflationärer Politik abzugleiten, hängt nicht zuletzt von den wirtschaftspolitischen Präferenzen der jeweiligen Regierung ab. Die ausführliche Diskussion in der Literatur um das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik hat ergeben, daß die gleichgewichtige Inflationsrate um so größer ist, je niedriger die Regierung in ihrer Präferenzfunktion das Ziel der Preisniveaustabilität relativ zum Ziel der Vollbeschäftigung gewichtet.

Ein wichtiger und sehr kontrovers diskutierter Vorschlag, dieses Glaubwürdigkeitsproblem in den Griff zu bekommen, sieht vor, daß Länder mit höherer Inflation den nominalen Wechselkurs gegenüber einem Leitwährungsland mit niedrigerer Inflation fixieren sollten (Giovazzi/Pagano 1988; Giovazzi/Giovannini, 1989, 89 ff.). Dahinter steht folgende Idee. Bindet ein Land mit einer relativ hohen Inflationsrate

---

\* Der Aufsatz wurde am Volkswirtschaftlichen Institut der Universität Würzburg verfaßt. Die Autoren danken einem anonymen Gutachter für wertvolle Hinweise und Anregungen.

seine Währung über einen fixierten nominalen Wechselkurs an die Währung eines Landes mit einer niedrigeren Inflationsrate, das sich schon eine anti-inflationäre Reputation aufgebaut hat, und begibt es sich dadurch der Möglichkeit einer autonomen nationalen Geldpolitik, dann kann dadurch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik des Anker-Landes importiert werden. Indem man sich über den fixen Wechselkurs selbst geldpolitisch die Hände bindet, versucht man dem privaten Sektor zu signalisieren, daß man nicht länger bereit ist, ein weiteres Fortschreiten der Inflations- und Abwertungsspirale hinzunehmen. Durch dieses währungspolitische Arrangement kann also möglicherweise das Ausmaß der Rezession reduziert werden, das in der Regel mit einer Politik der Disinflation verbunden ist (De Grauwe, 1994 b). Aus ökonomischer Sicht läßt sich dies damit begründen, daß es mit einem hohen politischen Ansehensverlust verbunden ist, einen einmal fixierten Wechselkurs abzuwerten. Außerdem stellt der Wechselkurs eine für die Privaten leichter zu kontrollierende Größe dar als etwa die Geldmenge, so daß die Inflationserwartungen schneller gesenkt werden. Aufgrund dieser Sichtweise wird das EWS häufig als eine anti-inflationäre Regel und ein effizienter Disziplinierungsmechanismus verteidigt, der dazu beitragen kann, das Glaubwürdigkeitsproblem nationaler Geldpolitiken in den Griff zu bekommen. Wenn diese These richtig ist, würde aber der Zusammenbruch des EWS aus stabilitätspolitischen Gründen einen Verlust darstellen.

Sind nun aber nominell fixe Wechselkurse wirklich ein erfolgversprechender Weg, das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik mit nur geringen Beschaftigungseinbuen zu lösen? Können sich also Länder mit einer in der Vergangenheit relativ hohen Inflationsrate wie etwa Italien oder Frankreich durch den Beitritt zu einem Festkurssystem besser stellen?<sup>1</sup> Um diese Fragen zu beantworten, wird im zweiten Kapitel das Grundmodell des Glaubwürdigkeitsproblems der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft skizziert, wobei den Ausführungen zunächst das Konzept der natürlichen Arbeitslosigkeit zugrunde liegt. Im dritten Kapitel werden dann Unsicherheiten der Privaten über die wirtschaftspoliti-

---

<sup>1</sup> Im folgenden geht es um asymmetrische Festkurssysteme, in denen das „n-1“-Problem dadurch gelöst ist, daß ein Land – Leitwährungsland – seine Geldpolitik autonom bestimmt und am Ziel der Preisniveaustabilität ausrichtet. Die Nichtleitwahrungslander müssen ihre Geldpolitik daran ausrichten, um so die eingegangene Wechselkursverpflichtung einhalten zu können. Insofern entsteht in asymmetrischen Festkurssystemen nicht das Problem importierter Inflation für das Leitwährungsland. Zwar war das EWS ursprünglich als symmetrisches Festkurssystem konzipiert worden, doch hat es sich im Lauf der Zeit de facto zu einem asymmetrischen Festkurssystem entwickelt.

schen Präferenzen der Regierung zugelassen, so daß Regierungen daran interessiert sind, eine anti-inflationäre Reputation aufzubauen. Es wird gezeigt, daß in diesem einfachen Modell die Glaubwürdigkeit einer angekündigten Währungspolitik um so größer ist, je länger eine nicht-akkommodierende Geldpolitik durchgehalten wird. Die im vierten Abschnitt in die Modellstruktur eingeführten stochastischen Schocks ändern dieses Ergebnis nicht.

Im fünften Kapitel wird das Modell dahingehend modifiziert, daß persistente Output- und Beschäftigungswirkungen negativer Schocks berücksichtigt werden. Die neuere Entwicklung in der Arbeitsmarkttheorie hat nämlich gezeigt, daß die nach einem vorübergehenden negativen Schock angestiegene Arbeitslosigkeit, wie etwa einer Ölpreisexplosion oder einem Nachfrageeinbruch, keineswegs unverzüglich zum Ausgangspunkt der natürlichen Arbeitslosigkeit zurückkehrt. Vielmehr besteht insbesondere in Europa die Tendenz, daß sich die Arbeitslosigkeit auf einem höheren Niveau verfestigt, so daß sie Persistenz aufweist. In einem solchen Fall können aber starre geldpolitische Regeln, und damit insbesondere die Fixierung des Wechselkurses, nicht zweifelsfrei das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik lösen. Im sechsten Kapitel wird gezeigt, daß man mit dieser Vorgehensweise die empirisch gemessene und in der Geschichte des EWS erheblich schwankende Glaubwürdigkeit des fixen Wechselkurses insbesondere zwischen Deutschland und Frankreich sowie die spekulative Attacke auf den französischen Franc im August 1993 gut erklären kann. Mit den traditionellen Ansätzen, die primär auf divergierende Inflationsraten abstellen, ist gerade dies nicht möglich. Im siebten Kapitel werden schließlich die sich daraus ergebenden wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen diskutiert.

## **II. Das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft**

Im Mittelpunkt der Analyse steht das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik, das sich aus der Zeitinkonsistenz optimaler geldpolitischer Entscheidungen ableitet (Kydland/Prescott 1977; Calvo 1978; Barro/Gordon 1983a, b). Es wird davon ausgegangen, daß sich die beteiligten Akteure – Regierung<sup>2</sup> und privater Sektor – strategisch verhalten. Das

---

<sup>2</sup> Dabei wird, wie in der Literatur üblich, davon ausgegangen, daß Regierung und Notenbank identische Akteure sind. Ist die Notenbank hingegen in ihren geldpolitischen Entscheidungen umfassend regierungsunabhängig und hat sie sich die Reputation aufgebaut, daß sie bekanntermaßen dem Beschäftigungsziel keiner-

klassische Zeitinkonsistenzproblem der Geldpolitik entsteht aus dem Interesse der Regierung, positive Beschäftigungseffekte über eine unerwartete, inflationäre Geldpolitik zu realisieren (Cukierman, 1992, 27 ff.). Regierungen sind in der Regel bestrebt, das Ausmaß der tatsächlichen Arbeitslosigkeit zu senken, um dadurch ihre Popularität zu steigern.

Dabei stellt die natürliche Arbeitslosenrate eine Untergrenze dar, unter die man die tatsächliche Arbeitslosenrate mit geldpolitischen Aktivitäten nicht senken kann, ohne ansteigende Inflationsraten in Kauf zu nehmen. Insofern entspricht in der neueren Literatur die natürliche Arbeitslosenrate üblicherweise der NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment). Diese setzt sich aus friktioneller und klassisch-struktureller Arbeitslosigkeit zusammen (Issing, 1993, 203 - 210). Für die gesamtwirtschaftlich suboptimale Höhe der natürlichen Arbeitslosenrate sind Unvollkommenheiten auf den Arbeitsmärkten, vor allem das lohnpolitische Verhalten der Gewerkschaften, verantwortlich (Blanchard/Summers, 1986). Verfolgen diese hauptsächlich das Interesse der beschäftigten Insider an möglichst hohen Reallöhnen, dann ist klassische Arbeitslosigkeit die Folge. Dies entspricht der Überlegung, daß die Gewerkschaften den Nutzen des Medianwählers maximieren, der ein beschäftigter Insider ist. Das Interesse der Arbeitslosen, durch Lohnzurückhaltung einen Beschäftigungsanstieg zu erreichen, wird kaum oder gar nicht berücksichtigt.

Es wird zunächst davon ausgegangen, daß die Regierung im politischen Prozeß nicht in der Lage ist, die „first-best“ Politik durchzusetzen, nämlich den Arbeitsmarkt ordnungspolitisch zu reformieren, um die natürliche Arbeitslosigkeit zu senken. Begründet werden kann dies mit dem zu erwartenden Widerstand der davon negativ betroffenen Insider. Vor diesem Hintergrund ist die Regierung aber prinzipiell bereit, wenn die Inflation im Ausgangszeitpunkt entsprechend niedrig ist, über eine von den privaten Wirtschaftssubjekten nicht antizipierte expansive Geldpolitik vorübergehend positive Beschäftigungseffekte zu erreichen. Dies kann ihr gelingen, indem sie den allerdings nur kurzfristig gültigen „trade-off“ der Phillipskurve ausnutzt (Cukierman, 1992, 38 ff.).

Dies ist ihr möglich, weil Löhne und Preise in der Realität Starrheiten aufweisen (Ball/Mankiw, 1994; Ball u.a., 1988). Inflexible Löhne werden primär mit der Laufzeit von kollektiv vereinbarten Tarifverträgen

---

lei Gewicht beimißt, dann besteht ex definitione kein Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik. Allerdings kann selbst eine unabhängige Notenbank in der Regel auf Dauer keine den Interessen der Regierung widersprechende Geldpolitik verfolgen (Berthold/Külp, 1989, 47; Cukierman, 1992, 44 und 333).

begründet, während Preisstarrheiten häufig auf Kosten der Preisanpassung – „menu costs“ – bei unvollkommener Konkurrenz auf dem Gütermarkt zurückgeführt werden. Löhne und Preise werden nun aber in der Regel festgesetzt, bevor das tatsächliche Verhalten der monetären Instanzen beobachtet werden kann. Dabei wird unterstellt, daß die Privaten ihre Inflationserwartungen im Vertrauen darauf gebildet haben, daß die angekündigte Geldpolitik auch tatsächlich verfolgt wird. Die monetären Instanzen können diesen Umstand nutzen, um durch eine unerwartete, expansive Geldpolitik Beschäftigungssteigerungen zu erzielen. Bei unvollkommener Konkurrenz auf dem Gütermarkt und Kosten der nominalen Preisanpassung werden die Unternehmungen durch die Ausdehnung der Güternachfrage veranlaßt, höhere Gütermengen bei zunächst konstanten Güterpreisen anzubieten. Die damit verbundene Ausdehnung der Arbeitsnachfrage führt aufgrund der inflexiblen Nominallöhne und des vorhandenen Potentials an unfreiwillig Arbeitslosen zu einer Ausdehnung von Beschäftigung und Output. Sowohl Löhne als auch Preise werden aber längerfristig als Reaktion auf die Beschäftigungs- und Nachfragesteigerung ansteigen, wodurch Output und Beschäftigung wieder auf das natürliche Niveau zurückgehen. In diesem einfachen Szenario wird von den längerfristig auftretenden negativen Rückwirkungen hoher Inflationsraten auf die Kapitalallokation und damit auf die Beschäftigung abstrahiert.

Bilden die Privaten ihre Erwartungen jedoch rational und sind sie über die wirtschaftspolitischen Präferenzen der Regierung informiert, dann werden sie dieses Verhalten der Regierung antizipieren und durch entsprechend höhere Lohn- und Preissteigerungen berücksichtigen. Dabei wird von Kosten der Informationsbeschaffung abstrahiert, so daß alle öffentlich verfügbaren Informationen in die Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte einfließen. Da sich aber neben höherer Arbeitslosigkeit auch eine höhere Inflationsrate negativ auf die Popularität einer Regierung auswirkt, stellt sich in diesem zunächst sehr einfachen Modell das Gleichgewicht bei der natürlichen Arbeitslosen- und einer positiven Inflationsrate ein. Aus Sicht der Regierung entsprechen in diesem Punkt die zusätzlichen Grenzkosten höherer Inflation den daraus kurzfristig erzielbaren Grenzerträgen in Form niedrigerer Arbeitslosigkeit. Dieses Ergebnis ist zwar zeitkonsistent, da die monetären Instanzen kein Interesse mehr daran haben, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage überraschend anzukurbeln, aber es ist gesamtwirtschaftlich suboptimal. Der inflationäre Bias tritt also auf, weil eine angekündigte restriktive Geldpolitik der Regierung mit dem Ziel der

Preisniveaustabilität in den Augen der Privaten nicht vollkommen glaubwürdig ist.

Im folgenden werden diese Überlegungen auf den Fall einer kleinen offenen Volkswirtschaft bei fixen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen übertragen (Drazen/Masson, 1993). Unterstellt man der Einfachheit halber (Horn/Persson, 1988; Obstfeld, 1991), daß die relative Kaufkraftparität langfristig gilt, dann können bei einem nominell festen Wechselkurs die in- und die ausländische Inflationsrate im längerfristigen Durchschnitt nicht voneinander abweichen. Für die kurze Frist wird hingegen davon ausgegangen, daß die (ungedechte) Zinsparität gilt, so daß die Differenz bei den kurzfristigen Zinsen der Wechselkursänderungserwartung entspricht. Bei Gültigkeit der fixierten Währungsparität kommt es also automatisch zu einer geldpolitischen Koordination zwischen den beteiligten Ländern, die um so enger ausfallen muß, je höher der Grad der internationalen Kapitalmobilität ist (Watrin, 1988; Berthold/Modery, 1994), je enger die Währungen in den Augen der Privaten Substitute darstellen, und je geringer der prozentuale Anteil des Binnengütersektors ist. Es wird weiterhin davon ausgegangen, daß die Währung des Leitwährungslandes – im folgenden als das Ausland bezeichnet – relativ stabil ist, so daß im einfachsten Fall dessen Preisniveau nicht steigt und auf eins normiert werden kann. Verfolgt das Inland, anders als angekündigt, eine expansivere Geldpolitik als das Leitwährungsland, dann manifestiert sich dies früher oder später darin, daß der Wechselkurs nominal abgewertet werden muß. Somit entspricht längerfristig die inländische Inflationsrate ungefähr der nominalen Abwertungsrate der heimischen Währung, so daß Abwertungsrate und Inflationsrate eng positiv korreliert sind (Issing, 1994, 1f.). Da jedoch in einem System prinzipiell fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse eine diskretionäre expansive Geldpolitik weiterhin grundsätzlich möglich ist, bleibt die eigentliche Ursache des Glaubwürdigkeitsproblems erhalten.

Um im folgenden diese Zusammenhänge und die optimale Strategie der Geldpolitik zu veranschaulichen, wird von der wie folgt spezifizierten Verlustfunktion  $L$  der Regierung ausgegangen:

$$(1) \quad L = 1/2 [\hat{e}^2 + a(u - ku^*)^2]; \quad 0 \leq k \leq 1; \quad a \geq 0,$$

wobei  $\hat{e}$  die nominale Abwertungs- beziehungsweise Inflationsrate bezeichnet, während  $u$  die tatsächliche und  $u^*$  die natürliche Arbeitslosenrate darstellen. Der Parameter  $a$  gibt die relative Gewichtung der Ziele Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung wieder, wobei der Voll-

beschäftigungszustand  $ku^*$  eine geringere als die natürliche Arbeitslosenrate  $u^*$  impliziert. Diese Verlustfunktion macht deutlich, daß in den Augen der Regierung sowohl Inflation als auch Arbeitslosigkeit abzulehnen sind. Man kann nun diese Verlustfunktion der Regierung mit gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsargumenten oder mit einer politökonomischen Sichtweise begründen. Aus gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrtssicht ist, wenn man von einer optimalen Besteuerung durch Seigniorage absieht, eine Inflationsrate von Null optimal. Aber auch die natürliche Arbeitslosenrate fällt aus Wohlfahrtssicht aufgrund der bereits erwähnten allokativen Verzerrungen auf dem Arbeitsmarkt und der an den Interessen der Insider orientierten Lohnpolitik der Gewerkschaften zu hoch aus.

Es ist allerdings wenig plausibel, daß ausgerechnet die Regierung eine gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtsfunktion verfolgen sollte, während die privaten Wirtschaftssubjekte ihren eigenen Nutzen maximieren. Da die Regierung auch nur aus eigennutzorientierten Akteuren besteht und keinen benevolenten Diktator darstellt, ist eine politökonomische Begründung der obigen Verlustfunktion wesentlich zutreffender (Cukierman, 1992, 43 ff.; Kösters, 1991, 146). Regierungen wollen zum einen wiedergewählt werden, und zum anderen wollen sie eine Umverteilung zugunsten bestimmter, ihnen nahestehender Interessengruppen durchsetzen (Berthold/Fehn, 1994a). Es ist unmittelbar einsichtig, daß die Wiederwahl einer amtierenden Regierung sowohl durch eine niedrige Arbeitslosen- als auch durch eine niedrige Inflationsrate gefördert wird. In bezug auf Umverteilungsziele kann man feststellen, daß linksgerichtete Parteien eher geneigt sind, Inflation in Kauf zu nehmen, als rechtsgerichtete Parteien. Dadurch kann man zumindest kurzfristig die Arbeitslosigkeit senken und die Staatsfinanzen aufbessern, nicht zuletzt, um die häufig von Linksparteien angestrebte Expansion von Wohlfahrtsprogrammen zu finanzieren. Demnach werden Linksparteien vor allem von der unteren Mittelklasse unterstützt, während Rechtsparteien von der etwa gleich großen oberen Mittelklasse gewählt werden.

Daher bietet es sich für Linksparteien an, eine expansive Geldpolitik zu verfolgen, weil dadurch die von ihnen gewünschte Umverteilung von der oberen zur unteren Mittelklasse erreicht wird. Dies gelingt ihr, indem sie die überwiegend von der oberen Mittelklasse gehaltenen festverzinslichen Wertpapiere durch Inflation entwertet und durch den kurzfristigen Beschäftigungsanstieg das primär von der unteren Mittelklasse getragene Risiko, arbeitslos zu werden, reduziert. Allerdings sind auch bei dieser Interpretation Arbeitslosigkeit und Inflation für beide

Parteien „bads“. Jedoch hat das Beschäftigungsziel bei Linksparteien eine relativ höhere Bedeutung im Vergleich zum Inflationsziel als bei Rechtsparteien. Für die folgenden Überlegungen wird, wie in der Literatur zum Glaubwürdigkeitsproblem üblich, angenommen, daß sich Links- und Rechtsregierung einzig und allein in der relativen Gewichtung dieser beiden Ziele unterscheiden.

In Abbildung 1 spiegeln sich die Verlustfunktionen der Regierungen in den eingezeichneten Indifferenzkurven  $I_1 - I_3$  wider. Diese weisen einen zum Ursprung hin konkaven Verlauf auf und bringen damit die Präferenzen der Regierung für Inflation und Arbeitslosigkeit zum Ausdruck. Dabei stellt eine solche Indifferenzkurve den geometrischen Ort aller Kombinationen von Abwertungs- beziehungsweise Inflationsrate und Arbeitslosenquote dar, die für die Regierung einen gleich hohen Verlust bedeuten. Je näher die Indifferenzkurven zum Ursprung hin verlaufen, desto geringer sind die mit den beiden „bads“ Inflation und Arbeitslosigkeit verbundenen Verluste der Regierung und umgekehrt.

Schließlich gibt die Steigung der Indifferenzkurven die relative Bedeutung an, die dem Ziel Preisniveaustabilität und dem Ziel der Vollbeschäftigung beigemessen wird. Dabei zeichnet sich eine stärker an einem stabilen Preisniveau ausgerichtete rechtsgerichtete Regierung durch flache Indifferenzkurven aus, während eine stärker am Beschäftigungsziel orientierte linksgerichtete Regierung durch steile Indifferenzkurven charakterisiert ist.

Die Struktur der Volkswirtschaft wird durch eine um rationale Erwartungen erweiterte Phillipskurvenschar beschrieben.

$$(2) \quad u = u^* - (\hat{e} - \hat{e}^e),$$

wobei  $\hat{e}^e$  die erwartete Abwertungs- beziehungsweise Inflationsrate bezeichnet und die jeweilige Lage der kurzfristigen Phillipskurve zu einem bestimmten Zeitpunkt festlegt. Nominale Abwertungen des Wechselkurses und damit Inflationsraten, die über das erwartete Niveau hinausgehen, ermöglichen es der Regierung, die Arbeitslosigkeit kurzfristig unter das natürliche Niveau zu senken. Nimmt man zunächst an, daß zum Zeitpunkt  $t = 0$  die Privaten der angekündigten Wechselkursfixierung glauben ( $\hat{e}^e = 0$ ), dann befindet sich die Volkswirtschaft im Punkt A ( $A'$ ) in Abbildung 1. Es ist der Regierung jetzt jedoch möglich, durch eine überraschende Abwertung die Existenz der kurzfristigen Phillipskurve  $KPK_0$  auszubeuten, und somit von Punkt A ( $A'$ ) nach Punkt B ( $B'$ ) zu gelangen. Die Regierung erreicht dadurch einen Nutzenzuwachs, weil



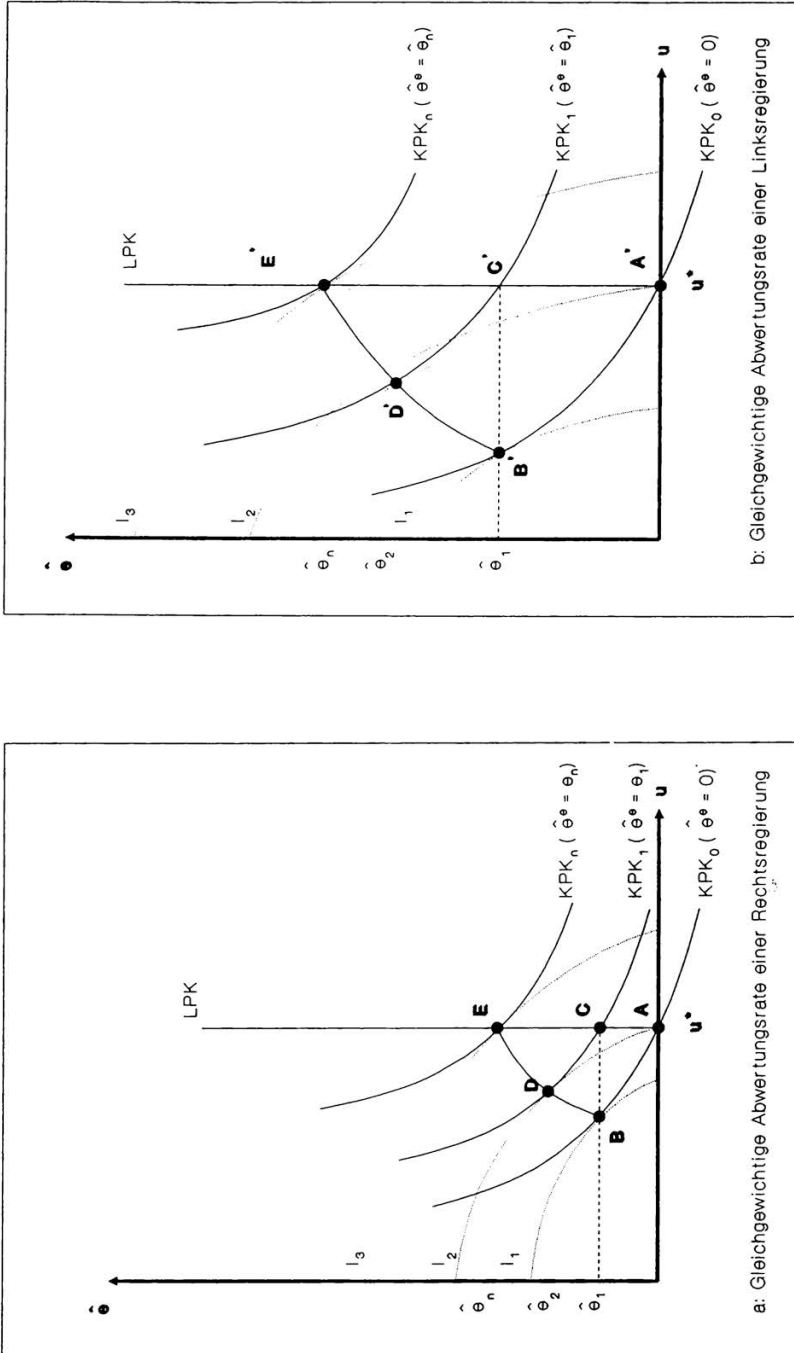


Abb. 1: Kurz- und langfristige Phillipskurve bei unterschiedlichen Indifferenzkurven der Regierung

für sie die Indifferenzkurve  $I_1$  ein höheres Nutzenniveau darstellt als die Indifferenzkurve  $I_2$ . In  $t = 1$  passen die Privaten aber ihre Inflationserwartungen nach oben auf  $\hat{e}_1$  an, so daß die kurzfristige Phillipskurve  $KPK_1$  gilt. Ist die Regierung nicht bereit, eine höhere Abwertungsrate als  $\hat{e}_1$  zu akzeptieren, dann wird der Beschäftigungsanstieg der Vorperiode durch die Bewegung von B ( $B'$ ) nach C ( $C'$ ) unmittelbar wieder rückgängig gemacht. Aufgrund der angenommenen kurzfristigen Nutzenmaximierung der Regierung stellt diese sich jedoch besser, wenn sie die höhere Abwertungsrate  $\hat{e}_2$  wählt, weil sie dadurch erneut kurzfristig ein höheres Nutzenniveau im Punkt D ( $D'$ ) realisieren kann. Der Anpassungsprozeß ABD ( $A'B'D'$ ) ist nach  $n$  Perioden im Punkt E ( $E'$ ) abgeschlossen. Der Punkt E ( $E'$ ) ist das langfristige Gleichgewicht für eine Rechtsregierung (Linksregierung), weil hier die kurzfristige Phillipskurve  $KPK_n$  die Indifferenzkurvenschar auf der langfristigen Phillipskurve tangiert. Die Regierung kann sich durch noch höhere Inflations- und Abwertungsraten auch kurzfristig nicht mehr besserstellen.

Sind jedoch die wirtschaftspolitischen Präferenzen der Regierung weitgehend öffentlich bekannt, dann sind die Privaten nicht auf einen derartigen sukzessiven Lernprozeß angewiesen. Die Privaten werden dann einer bloßen Ankündigung eines fixen Wechselkursziels von vornherein keinen Glauben schenken, so daß Preise und Löhne bei unvollkommener Konkurrenz auf Güter- und Arbeitsmärkten gerade so stark steigen werden, daß aus Regierungssicht die Grenzkosten zusätzlicher Inflation den Grenzerträgen der dadurch erzielbaren Beschäftigungsgewinne entsprechen. Das Glaubwürdigkeitsproblem existiert also ganz analog zum Fall der geschlossenen Volkswirtschaft (Drazen/Masson, 1993, 5 ff.). So lange der Wechselkurs fixiert bleibt und die Regierung nicht bereit ist, dem inflationären Druck nachzugeben, stellt sich aufgrund der realen Aufwertung<sup>3</sup> der heimischen Währung ein Verlust an preislicher internationaler Wettbewerbsfähigkeit ein. Dieser muß letztendlich durch eine nominale Abwertung ausgeglichen werden, wenn die Regierung nicht bereit ist, einen anhaltenden Beschäftigungseinbruch hinzunehmen. Wertet die Regierung nicht von sich aus ab, dann kann es aufgrund sich selbst erfüllender Erwartungen früher oder später zu einer spekulativen Attacke auf die Devisenreserven des Landes kommen, so daß die Devisenmarktakteure die Regierung zu einer Abwertung zwingen (Obstfeld, 1991).

---

<sup>3</sup> Der reale Wechselkurs wird in der Regel definiert als das mit dem Preisniveau des Inlandes deflationierte Produkt aus dem ausländischen Preisniveau mit dem nominalen Wechselkurs. Damit wertet sich der reale Wechselkurs auf (ab), wenn dieser Term sinkt (steigt).

Da jedoch das Beschäftigungsziel bei Linksregierungen einen relativ höheren Stellenwert hat als bei Rechtsregierungen, ist das Glaubwürdigkeitsproblem der Linksregierung größer, so daß die gleichgewichtige Lohnsteigerungs-, Inflations- und Abwertungsrate höher ist. Beide Regierungstypen realisieren hingegen längerfristig die natürliche Arbeitslosenrate, weil die kurzfristige Phillipskurve instabil ist (Gleichgewichte E und E' in Abbildung 1). Aus den Gleichungen (1) und (2) ergibt sich die gleichgewichtige Abwertungs- beziehungsweise Inflationsrate. Man minimiert die Verlustfunktion der Regierung unter der Nebenbedingung der Phillipskurve und berücksichtigt die Bedingung, daß bei rationalen Erwartungen im Gleichgewicht die erwarteten den tatsächlichen Werten entsprechen.

$$(3) \quad \dot{\epsilon} = \dot{\epsilon}^e = a(u^* - ku^*).$$

Die gleichgewichtige Abwertungsrate ist um so höher, je größer der Abstand zwischen der natürlichen Arbeitslosenrate und der Zielarbeitslosenrate der Regierung und je größer das relative Gewicht des Beschäftigungsziels ist. Dieses Grundmuster des Glaubwürdigkeitsproblems ist in einer Reihe von Beiträgen aus ganz unterschiedlichen Blickwinkeln immer wieder diskutiert und um eine Vielzahl relevanter Aspekte erweitert worden (Persson/Tabellini, 1990; Cukierman, 1992). Das dargestellte Grundmodell greift insbesondere deshalb zu kurz, weil es sich lediglich auf eine Periode beschränkt und ferner davon ausgeht, daß alle beteiligten Akteure vollkommen über die Struktur der Volkswirtschaft und die wirtschaftspolitischen Präferenzen der Regierung informiert sind (Blackburn/Christensen, 1989, 14; Flood/Isard, 1989, 626 ff.). In diesem deterministischen Grundmodell bei vollkommener Information bleiben somit Reputationsüberlegungen der geldpolitisch Verantwortlichen und nicht vorhersehbare exogene Schocks außen vor.

### **III. Die Signalwirkung einer anti-inflationären Geldpolitik bei unbekanntem Regierungstyp**

Viel realistischer hingegen ist es, davon auszugehen, daß es mehrere Perioden gibt und darüber hinaus die Entscheidungen und Erwartungen der Akteure unter Unsicherheit über die wahren Präferenzen der Regierung getroffen werden. Unter diesen Annahmen können die oben abgeleiteten Ergebnisse aber nicht einfach übernommen werden. Vielmehr spielen in diesen mehrperiodigen Modellen mit endlichem Zeithorizont jetzt auch Reputationsüberlegungen der Regierung und eine asymmetri-

sche Informationsverteilung zwischen Regierung und Privaten über den wahren Regierungstyp eine entscheidende Rolle (Backus/Driffill, 1985; Canzoneri, 1985). In diesen Modellen signalisiert das aktuelle Verhalten der Regierung der Öffentlichkeit den Regierungstyp – also die relative Gewichtung der beiden Ziele Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung in der Verlustfunktion der Regierung. Über die aus dem aktuellen Verhalten resultierenden Signalwirkungen und deren Effekt auf die Glaubwürdigkeit wird wiederum die politische Strategie der Regierung beeinflusst.

Dabei stehen die privaten Wirtschaftssubjekte vor allem vor dem Problem, die wahren Präferenzen der Regierung in der Regel nicht richtig einschätzen zu können (Backus/Driffill, 1985). Die Regierung hingegen wird zumindest ungefähr ihre eigene Gewichtung des Beschäftigungsrelativ zum Inflationsziel kennen. Damit haben aber selbst linksgerichtete Regierungen einen Anreiz, einen anti-inflationären Politikkurs anzukündigen und ihre tatsächlichen wirtschaftspolitischen Präferenzen zunächst einmal zu verschleiern. Der Grund hierfür liegt darin, daß linksgerichtete Regierungen grundsätzlich vor einem größeren Glaubwürdigkeitsproblem stehen als rechtsgerichtete Regierungen. Sie haben nämlich keinen Vorteil dadurch, daß ihre wahren Präferenzen vom Publikum erkannt werden. Im Gegenteil stellt sich eine linksgerichtete Regierung nur schlechter, wenn sie als solche erst einmal identifiziert worden ist. Da eine aus einer expansiven Geldpolitik resultierende positive Inflationsrate mit negativen Wohlfahrtswirkungen verbunden ist, im Gleichgewicht aber die Arbeitslosigkeit auf unverändertem Niveau bleibt, sind die gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverluste höher als bei einer rechtsgerichteten Regierung. Eine linksgerichtete Regierung muß also die kurzfristigen Erträge einer beschäftigungsorientierten, inflationären Geldpolitik gegen die langfristig entstehenden Inflationskosten abwägen. Je kürzer ihr Zeithorizont ist, um so weniger werden diese Inflationskosten beziehungsweise die Kosten einer späteren Stabilisierungsrezession sie disziplinieren.

Es wird nun angenommen, daß in einer Situation relativ hoher Inflation eine rechtsgerichtete Regierung an die Macht kommt, das heißt eine Regierung, die eine stärkere relative Präferenz für das Inflations- gegenüber dem Beschäftigungsziel hat als ihre linksgerichtete Vorgängerregierung. Sind die wahren Präferenzen der neuen Regierung dem Publikum bekannt, dann werden sich die Inflationserwartungen umgehend nach unten anpassen, so daß die Politik der Disinflation ohne nennenswerte Outputverluste durchgeführt werden kann (Issing, 1994, 3). Haben die

Privaten jedoch Zweifel bezüglich der wahren Präferenzen der neuen Regierung, dann werden sie ihre Inflationserwartungen nicht sofort in dem notwendigen Umfang nach unten korrigieren. Beharrt aber die neue Regierung dennoch auf ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs, dann mündet dies unweigerlich in eine Stabilisierungsrezession (Ball, 1992).

Wenn also die privaten Wirtschaftssubjekte aufgrund unvollkommener Information die wahren Präferenzen der Regierung nicht kennen, dann sind sie darauf angewiesen, sukzessive zu lernen. Es ist plausibel anzunehmen, daß der private Sektor seine Erwartungen über den zukünftigen wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung bildet, indem er von den tatsächlich periodisch zu beobachtenden Inflationsraten auf die wahren – nicht beobachtbaren – Präferenzen der Regierung schließt. Es wird unterstellt, daß die privaten und rational handelnden Wirtschaftssubjekte über einen optimalen Lernprozeß nach Bayes ihre subjektive und im Zeitablauf stets aktualisierte Wahrscheinlichkeit darüber bilden, welcher Regierungstyp tatsächlich an der Macht ist (Drazen/Masson, 1993, 14ff.; Blackburn/Christensen, 1989, 19f.). Die subjektive Wahrscheinlichkeit, daß eine anti-inflationäre, rechtsgerichtete Regierung im Amt ist, steigt dabei mit jeder zusätzlichen Periode, in der die Wirtschaftssubjekte beobachten können, daß keine Inflation und damit nominale Abwertung stattgefunden hat. Je länger also eine restriktive Geldpolitik durchgehalten wird, desto größer ist aus Sicht der Privaten die Wahrscheinlichkeit, daß tatsächlich eine rechtsgerichtete Regierung mit anti-inflationären Präferenzen an der Macht ist. Damit bilden sich aber aufgrund der positiven Signalwirkung auch die Inflationserwartungen zurück, so daß die pro Periode anfallenden Kosten in Form von Arbeitslosigkeit über dem natürlichen Niveau im Zeitablauf sinken.<sup>4</sup> Es ist

---

<sup>4</sup> Dieser Lernprozeß nach Bayes wird im folgenden kurz dargestellt (*Blanchard/Fischer*, 1989, 604 ff.). Zu Beginn der Periode  $t$ , in der die wahren Präferenzen der Regierung den Privaten unbekannt sind, sei die subjektive Wahrscheinlichkeit, daß eine rechtsgerichtete Regierung an der Macht ist,  $q_t$ . Die objektive, bedingte Wahrscheinlichkeit, daß eine Linksregierung nicht inflationiert, sei  $y_t$ . Schließlich sei  $x_t$  die subjektive, bedingte Wahrscheinlichkeit, daß eine Linksregierung nicht inflationiert. Im Gleichgewicht muß  $x_t = y_t$  gelten. Die subjektive Wahrscheinlichkeit, daß eine Rechtsregierung an der Macht ist, wird im Fall der Preisniveaustabilität nach der Regel von Bayes wie folgt angepaßt:

$$(4) \quad q_{t+1} = \frac{q_t}{q_t + (1 - q_t)x_t} > q_t.$$

Wenn es also nicht zu Inflation kommt, dann steigt die subjektive Wahrscheinlichkeit aus Sicht der Privaten, daß es sich tatsächlich um eine Rechtsregierung handelt.

daher klar, daß in mehrperiodigen Modellen mit natürlicher Arbeitslosigkeit die Glaubwürdigkeit einer Disinflationpolitik steigt, je länger sie durchgehalten wird. Eine solche Politik ist zwar zumindest in der kurzen Frist mit negativen Output- und Beschäftigungseffekten verbunden. Aufgrund des realisierten Reputationsgewinns gehen die Abwertungs- und Inflationserwartungen aber zurück und stabilisieren sich auf niedrigerem Niveau. Dementsprechend sinken auch die in den Tarifverträgen vereinbarten Nominallöhne, so daß sowohl die Abwertungsrate als auch die Arbeitslosigkeit zurückgehen, bis sich die zunächst gestiegene Arbeitslosigkeit wieder bei der natürlichen Arbeitslosenquote einstellt.

Der Aufbau einer antiinflationären Reputation kann aber möglicherweise durch die Anbindung der heimischen Währung an ein Land mit niedrigerer Inflation über einen fixierten Wechselkurs beschleunigt und erleichtert werden. Der wesentliche Vorteil einer Wechselkursbindung wird zum einen darin gesehen, daß sie schnell und zuverlässig den Privaten anzeigt, ob die Regel auch tatsächlich eingehalten wird. Insofern ist der Wechselkurs eine sehr leicht von der Öffentlichkeit zu kontrollierende Variable (Giavazzi/Giovannini, 1989, 103 f.). Ist eine Änderung des Wechselkurses außerdem mit hohen politischen Kosten – etwa in Form von Verhandlungskosten oder Verlust an nationalem Prestige – verbunden, dann kann ein fixer Wechselkurs im Ergebnis dazu beitragen, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik vom Ausland zu importieren. Dadurch werden die Outputverluste einer Disinflationpolitik reduziert (Giavazzi/Giovannini, 1989, 89 ff.).

#### **IV. Wie beeinflussen stochastische Schocks die Ergebnisse?**

Es ist unrealistisch, davon auszugehen, daß der Wirtschaftsprozess deterministisch verläuft. Vielmehr können das Inland nicht vorhersehbare, exogene Störungen treffen, die einen währungspolitischen Richtungswechsel erzwingen. Solche stochastischen Störungen können etwa darin bestehen, daß sich wichtige importierte Rohstoffe wie Rohöl verteuern, daß die Güternachfrage einbricht oder daß die Produktivität sinkt (Watrin, 1988, 269). Der Anreiz für die Regierung, einen negativen Schock monetär abzufedern und die damit zumindest im Falle eines Angebotsschocks verbundenen Inflationskosten in Kauf zu nehmen, ist aber um so größer, je bedeutsamer der negative Schock ausfällt (Andersen, 1994; Lohmann, 1992; Isard/Flood, 1989).<sup>5</sup>

Das durch die Existenz negativer Störungen verschärft auftretende Glaubwürdigkeitsproblem läßt sich wohl gänzlich nur durch eine starre Regelbindung der Geldpolitik oder durch die Ernennung eines Zentralbankers vermeiden, der dem Beschäftigungsziel keinerlei Gewicht beimißt. Beide Lösungen sind zwar geeignet, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu fördern und den systematischen inflationären Bias eines Landes zu reduzieren. Geht man allerdings davon aus, daß die Geldpolitik auch bei Berücksichtigung von Wirkungsverzögerungen schneller als die Lohnpolitik wirksam auf Störungen reagieren kann, dann ist es aber mit beiden Lösungen nicht möglich, insbesondere auf große Schocks ausreichend flexibel zu reagieren (Garfinkel/Oh, 1993; Lohmann, 1992; Flood/Isard, 1989). Dies gilt vor allem für nachfrageseitige Störungen, die nur sehr begrenzt durch flexible Löhne und Preise abgefangen werden können (De Long/Summers, 1986). Es kann jedoch festgehalten werden, daß auch dann, wenn man stochastische Schocks berücksichtigt, die Glaubwürdigkeit einer angekündigten restriktiven Geldpolitik um so größer ist, je länger eine restriktive Geldpolitik bereits in der Vergangenheit verfolgt wurde. Diese Aussage ist aber nur zutreffend, wenn man am

---

<sup>5</sup> Aufgrund der stochastischen Störgröße  $\mu$  minimiert die Regierung jetzt den Erwartungswert der Verlustfunktion (5). Außerdem wird die Phillipskurve nicht nur um rationale Erwartungen, sondern auch um den stochastischen Schock  $\mu$  erweitert (6).

$$(5) \quad L = 1/2 E [\hat{e}^2 + a(u - ku^*)^2].$$

$$(6) \quad u = u^* - (\hat{e} - \hat{e}^e) + \mu.$$

Der zufällige Schock  $\mu$  hat den Erwartungswert  $E(\mu) = 0$  und die Streuung  $\sigma_\mu$ . Die erwartete Abwertungsrate der Privaten wird durch den zum Zeitpunkt der Erwartungsbildung unbekanntem Schock  $\mu$  mit dem Erwartungswert Null nicht beeinflusst. Sie entspricht somit der in Gleichung (3) dargestellten erwarteten Abwertungsrate ohne stochastischen Schock. Die Regierung minimiert allerdings ihre Verlustfunktion unter der Kenntnis von  $\mu$  und  $\hat{e}^e$ , so daß sich folgende gleichgewichtige Abwertungsrate ergibt:

$$(7) \quad \hat{e} = a(u^* - ku^*) + [a/(1 + a)]\mu.$$

Die gleichgewichtige Arbeitslosenrate erhält man durch Einsetzen von Gleichung (7) in Gleichung (6):

$$(8) \quad u = u^* + [1/(1 + a)]\mu.$$

Aus den Gleichungen (7) und (8) läßt sich sofort erkennen, daß die Abwertungsrate beziehungsweise die Arbeitslosenrate um so höher ist, je größer der eingetretene stochastische Schock ausfällt. Der Schock schlägt aber nicht in vollem Umfang auf die Arbeitslosigkeit durch, sondern wird zum Teil durch die Regierung monetär abgefedert.

Modell der natürlichen Arbeitslosigkeit festhält, so daß Schocks keine dauerhaften Auswirkungen auf die Beschäftigung haben.

#### **V. Wie wirkt sich persistente Arbeitslosigkeit auf die Glaubwürdigkeit einer restriktiven Geldpolitik aus?**

Im folgenden wird das bisherige Modell dahingehend modifiziert, daß jetzt persistente Beschäftigungswirkungen stochastischer Schocks und der tatsächlich gefahrenen Geldpolitik berücksichtigt werden (Drazen/Masson, 1993; Grüner, 1994; Alogoskoufis u. a., 1992). Im Gegensatz zum Modell der natürlichen Arbeitslosigkeit spiegelt persistente Arbeitslosigkeit den Fall wider, daß Schocks dauerhafte Beschäftigungswirkungen haben, so daß etwa die nach einem negativen Schock angestiegene Arbeitslosigkeit nur äußerst langsam auf ihr Ausgangsniveau zurückkehrt. Die Persistenz der Arbeitslosigkeit gehört inzwischen zumindest für Europa zu den empirisch gut untermauerten stilisierten Fakten (Elmeskov/MacFarlan, 1993).

Die Persistenz der Arbeitslosigkeit läßt sich vor allem mit Hilfe der drei folgenden Erklärungsansätze begründen (Bean, 1994, 603 - 614). Zum einen verlieren die im Zuge einer negativen Störung arbeitslos gewordenen Outsider sukzessive ihre Mitspracherechte in der Gewerkschaft, bzw. deren Interessen werden im gewerkschaftlichen Entscheidungsprozeß im Zeitablauf relativ zu den Interessen der beschäftigten Insider immer geringer gewichtet (Blanchard/Summers, 1986; Lindbeck/Snowder 1988). In diesem Fall hat vor allem ein Anstieg der Arbeitslosigkeit, weniger aber deren hohes Niveau Lohnzurückhaltung zur Folge, während hingegen ein Rückgang der Arbeitslosigkeit ausgehend von einem hohen Niveau die Phase der Lohnzurückhaltung schnell beendet. Persistente Arbeitslosigkeit wird zum zweiten damit erklärt, daß sich insbesondere bei Langzeitarbeitslosen das von ihnen einmal erworbene Humankapital im Zeitablauf entwertet und außerdem deren Suchintensität aufgrund von Demoralisierungseffekten nachläßt. Die Länge der Arbeitslosigkeit dient den Unternehmungen zusätzlich als negatives Einstellungskriterium (Layard/Bean, 1989). Ein dritter Erklärungsansatz stellt schließlich darauf ab, daß Beschäftigungssteigerungen in der Regel entsprechende freie Kapazitäten an Realkapital voraussetzen. Entwertet sich aber der im Zuge einer Rezession nicht voll genutzte Bestand an Realkapital im Zeitablauf, dann begrenzt der verringerte Realkapitalbestand den Umfang möglicher Beschäftigungssteigerungen bei einer Konjunkturerholung (Bean, 1989). Die empirische Gewichtung der einzelnen



Erklärungsansätze für persistente Arbeitslosigkeit ist noch nicht abschließend geklärt, wobei sie ohnehin weniger in einem substitutiven als vielmehr in einem komplementären Verhältnis zueinander stehen. Allerdings deutet insbesondere für Deutschland einiges darauf hin, daß die Instabilität des Arbeitsmarktes in erheblichem Umfang auf das Lohnsetzungsverhalten zurückzuführen ist (Hansen, 1991).

Wie bisher wird die Regierung entweder um jeden Preis an der angekündigten Währungsparität festhalten oder aber von der anti-inflationären Regel abweichen und eine expansivere Geldpolitik als das Leitwährungsland verfolgen, um die Auswirkungen des negativen Schocks auf die Beschäftigung abzufedern. Es kann gezeigt werden, daß selbst eine rechtsgerichtete Regierung ganz entgegen ihrem Plan und ihrer Ankündigung, eine festgesetzte Währungsparität um jeden Preis zu verteidigen, in stark rezessiv geprägten Situationen und bei negativen Schocks nominal abwerten wird und dadurch ihre Glaubwürdigkeit steigt. Gerade in gesamtwirtschaftlichen Schwächephasen mit einer nur geringen Kapazitätsauslastung und einem hohen Bestand an Arbeitslosen wächst nämlich der Druck auf die Regierung, ihren strikt anti-inflationären Kurs zu verlassen und statt dessen stabilisierend einzugreifen (De Grauwe, 1994a, 149 - 158; Andersen, 1994; Drazen/Masson, 1993). Behält sie hingegen ihren harten Kurs bei, weil sie anderenfalls um ihre bis dahin erworbene Reputation fürchtet, dann sind persistente Output- und Beschäftigungswirkungen in der nachfolgenden Periode die unvermeidliche Folge. Sie trägt also durch eine gegenwärtig harte Politik dazu bei, die ohnehin schon zu beobachtenden rezessiven Tendenzen zukünftig noch zu verstärken. Die Abwertungserwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte bleiben davon aber nicht unberührt. Eine nominale Abwertung der heimischen Währung wird in ihren Augen in der nächsten Periode nur noch wahrscheinlicher, wenn die gesamtwirtschaftliche Arbeitslosigkeit auf ein gesellschaftlich nicht mehr tolerierbares Niveau gestiegen ist (Masson/Drazen, 1993, 3 ff.).

Wie sieht nun in einem solchen Umfeld eine optimale Stabilisierungspolitik aus? In einem auf zwei Perioden beschränkten Modellrahmen, in dem stochastische Beschäftigungsschocks und Persistenzeffekte bei nominell festen Wechselkursen berücksichtigt werden, muß folgende Frage beantwortet werden: Wie beeinflusst in einem solchen Szenario das Verhalten der Regierung in Periode eins die Glaubwürdigkeit einer Nicht-Abwertungs-Strategie der Regierung in Periode zwei? Steigt also die Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels stets, wenn die Regierung strikt den angekündigten anti-inflationären Kurs steuert?

Es wird also davon ausgegangen, daß während der Amtszeit einer Rechtsregierung ein negativer Beschäftigungsschock in Periode eins eintritt. Da die amtierende Regierung stark daran interessiert ist, ihre bislang erworbene oder aber für die Zukunft angestrebte Reputation nicht zu gefährden, wird dieser Schock nicht monetär alimentiert. Die angekündigte Währungsparität wird verteidigt. Das führt aber zu persistenten Beschäftigungswirkungen, so daß die Sockelarbeitslosigkeit in der nächsten Periode höher ausfällt als in der vorangegangenen. Die Höhe der natürlichen Arbeitslosigkeit steigt an, die langfristige, vertikale Phillipskurve verschiebt sich nach rechts.

Sind die Persistenzeffekte eines nicht akkommodierten negativen Beschäftigungsschocks auf die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Arbeitslosigkeit stark genug, dann erhöht sich die subjektive Wahrscheinlichkeit, daß in Periode zwei abgewertet wird. Die Glaubwürdigkeit einer strikten Nicht-Abwertungs politik der Regierung steigt also nicht dadurch, daß sie in der Periode eins um jeden Preis – gemessen an den Produktionseinbußen und Beschäftigungsverlusten – an einer anti-inflationären Politik festhält. Gerade in rezessiven Phasen wirkt aber dieser Persistenzeffekt eines harten Kurses der eigentlichen Intention der Regierung, nämlich im Zeitablauf Reputation aufzubauen, entgegen (Drazen/Masson, 1993, 10 ff.).<sup>6</sup>

Eine Abwertungsentscheidung der Regierung hängt damit aber nicht nur von ihren Präferenzen, sondern vor allem auch von Art, Ausmaß und Dauer realisierter Schocks, die nicht vorhergesehen werden können, und dem Persistenzgrad in einer Volkswirtschaft ab. Nach wie vor signali-

<sup>6</sup> Wie der nachfolgenden um Persistenzeffekte erweiterten Phillipskurve entnommen werden kann, hängt die subjektive Abwertungswahrscheinlichkeit in Periode  $t = 2$  positiv von der Größe des in der vorangegangenen Periode  $t = 1$  eingetretenen und nicht akkommodierten Beschäftigungsschocks und der Höhe des Persistenzgrades  $\delta$  ab:

$$(9) \quad u = u^* + \delta(u_{t-1} - u^*) - (\hat{e} - \hat{e}^e); 0 < \delta < 1.$$

Die optimale Abwertungsrate bei persistenter Arbeitslosigkeit erhält man aus den Gleichungen (7) und (9):

$$(10) \quad \hat{e} = a[u^* - ku^* + (\delta - k\delta)(u_{t-1} - u^*)] + [a/(1 + a)]\mu.$$

Nach einem nicht akkommodierten negativen Schock ist  $u_{t-1} > u^*$ . Da außerdem angenommen wurde, daß die Regierung eine niedrigere als die natürliche Arbeitslosenrate anstrebt, also  $k < 1$  ist, steigt nach einem nicht akkommodierten negativen Schock die Höhe der gleichgewichtigen Abwertungsrate und damit auch die subjektive Wahrscheinlichkeit, daß selbst eine rechtsgerichtete Regierung in  $t = 2$  abwertet.

siert zwar eine Politik der Nichtabwertung in Periode eins, daß die Regierung Inflation als Mittel zur Bekämpfung von Arbeitslosigkeit ablehnt. Die Auswirkung auf die subjektive Wahrscheinlichkeit einer Abwertung in Periode zwei hängt aus Sicht der privaten Wirtschaftssubjekte allerdings davon ab, ob die Signalwirkung einer Nichtabwertung den Effekt der persistenten Arbeitslosigkeit auf die Höhe der optimalen Abwertungsrate überwiegt. Je größer der negative Schock und der Persistenzgrad in der Volkswirtschaft ausfallen, desto wahrscheinlicher wird eine Abwertung in der zweiten Periode. Der disziplinierende Charakter von Systemen nominell fester Wechselkurse muß vor dem Hintergrund obiger Argumentation aber in Frage gestellt werden. Ein starres Festhalten an einem fixen Wechselkurs trägt durchaus nicht immer dazu bei, die subjektive Wahrscheinlichkeit zukünftiger Wechselkursänderungen aus Sicht der privaten Wirtschaftssubjekte zu senken.

## VI. Die EWS-Krise am Beispiel Frankreichs

Allein der Umstand, daß die Häufigkeit und der Umfang der Realignments im EWS von 1979 bis 1987 zurückgegangen sind und seit 1987 bis zur EWS-Krise 1992/93 überhaupt keine Neufestsetzungen der Währungsparitäten mehr vorgenommen wurden, sagt über die letztlich erworbene Glaubwürdigkeit des EWS selbst noch nichts aus. Vielmehr bestätigt der Beinahe-Zusammenbruch des originären EWS im August 1993 die altbekannte These von Aliber (1986), wonach Systeme fester Wechselkurse hauptsächlich in „Schönwetterperioden“ stabil sind und in gesamtwirtschaftlich schwierigen Zeiten eine immanente Tendenz haben zu kollabieren (De Grauwe, 1994a, 149f.; Andersen, 1994). Die EWS-Krise von 1992/93 liefert hierfür sehr eindrucksvoll Anschauungsmaterial. Nach einer Zeit langanhaltenden und inflationsarmen Wachstums in den Mitgliedsländern des EWS hat der Wechselkursmechanismus dem konjunkturellen Einbruch und der sich anschließenden anhaltenden Wachstumsschwäche nicht standhalten können. Da zudem die konjunkturelle Entwicklung in den einzelnen Ländern – vor allem bedingt durch den asymmetrischen Schock der deutschen Wiedervereinigung – ganz unterschiedlich verlief, trat der währungspolitische Zielkonflikt offen zutage. Nominelle Abwertungen und schließlich die währungspolitische Entscheidung, die Bandbreiten ohne zeitliches Limit zu erweitern, waren die Folge.

Zinsdifferenziale zwischen den Mitgliedswährungen eines festen Wechselkursverbunds wie dem EWS dienen nicht nur als ein Indikator für die

Glaubwürdigkeit der Politik, sondern darüber hinaus auch als Barometer dafür, ob und inwieweit eine nominale Abwertung wahrscheinlich ist (De Grauwe, 1994a, 154; Rose/Svensson, 1993; Masson/Drazen, 1993). Um die obigen theoretischen Argumente empirisch zu untermauern, wird im folgenden die zeitliche Entwicklung der durchschnittlichen Zinsdifferenziale zwischen Deutschland – dem de facto Leitwährungsland des EWS – und den restlichen EWS-Ländern im Zusammenhang mit der durchschnittlichen Entwicklung der Arbeitslosigkeit herangezogen (Masson/Drazen, 1993, 18 ff.; Caramazza, 1993). Dabei können die tatsächlich zu beobachtenden Zinsunterschiede als Risikoprämie auf die Währungen der übrigen EWS-Länder interpretiert werden (Caramazza, 1993, 569). Diese Risikoprämie, die ihrerseits annäherungsweise die Abwertungserwartung für diese Währungen zum Ausdruck bringt, wird von den Devisenmarktteilnehmern als Entschädigung dafür gefordert, daß sie die abwertungsverdächtige Währung halten. Je stärker die Wechselkursänderungserwartung und das damit verbundene Zinsgefälle ausfallen, desto mehr wird dadurch die Glaubwürdigkeit des angekündigten Wechselkursziels in Frage gestellt (De Grauwe, 1994a; Caramazza, 1993, 580). Dies läßt sich anhand von Abbildung 2 veranschaulichen. Dabei entspricht die Arbeitslosenrate dem gewichteten Durchschnitt der standardisierten Arbeitslosenraten der EWS-Länder. Das Zinsdifferential entspricht dem durchschnittlichen Abstand zwischen den EWS-Ländern und Deutschland in bezug auf die kurzfristigen (Dreimonatszinssätze) und die langfristigen Zinsen von Regierungsanleihen (De Grauwe, 1994a, 154).

So lassen sich etwa für Frankreich grob skizziert drei Phasen ausmachen (Drazen/Masson, 1993, 19 ff.). In den Anfangsjahren des EWS verfolgte die sozialistische Regierung trotz des Beitritts zum Wechselkursmechanismus des EWS eine strikt beschäftigungsorientierte, expansive Geld- und Fiskalpolitik. Die damit verbundenen Inflationkosten waren offensichtlich für sie zunächst von geringerem Gewicht als die vermeintlich erzielbaren Beschäftigungsgewinne, die aber in Wahrheit nur sehr gering und von vorübergehender Natur waren. Ein solcher expansiver Kurs stand aber der angekündigten Wechselkurspolitik des Landes diametral entgegen. Da die französische Regierung in dieser Zeit nicht gewillt war, auf einen anti-inflationären Kurs umzuschwenken, stieg in den Augen der Devisenmarktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit einer nominalen Abwertung des französischen Franc gegenüber der D-Mark. In dieser Zeit konnte die angekündigte Währungsparität nur unter Inkaufnahme hoher Nominalzinsen innerhalb der vereinbarten Bandbreiten gehalten werden. Daß aber auch dies lediglich zeitlich befristet möglich

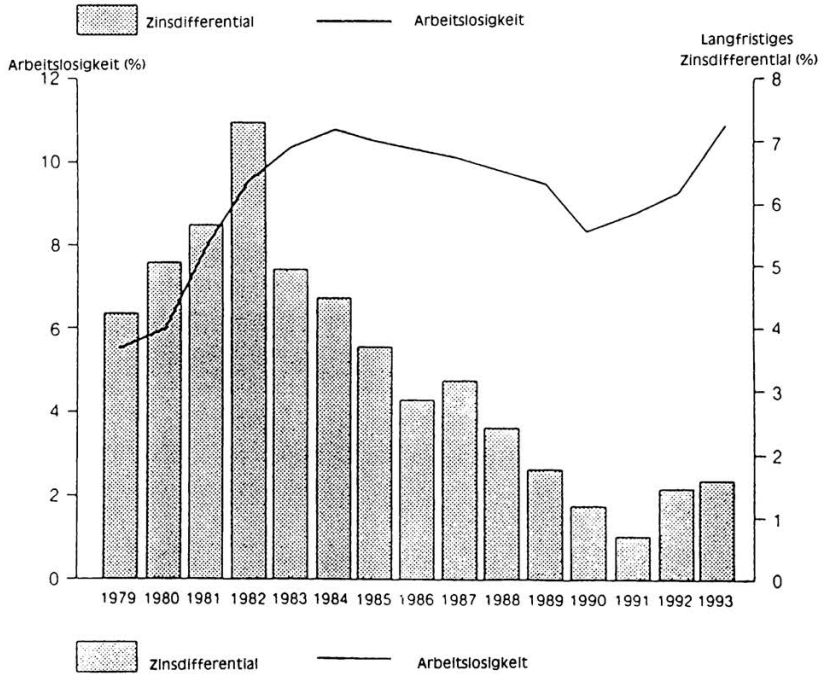
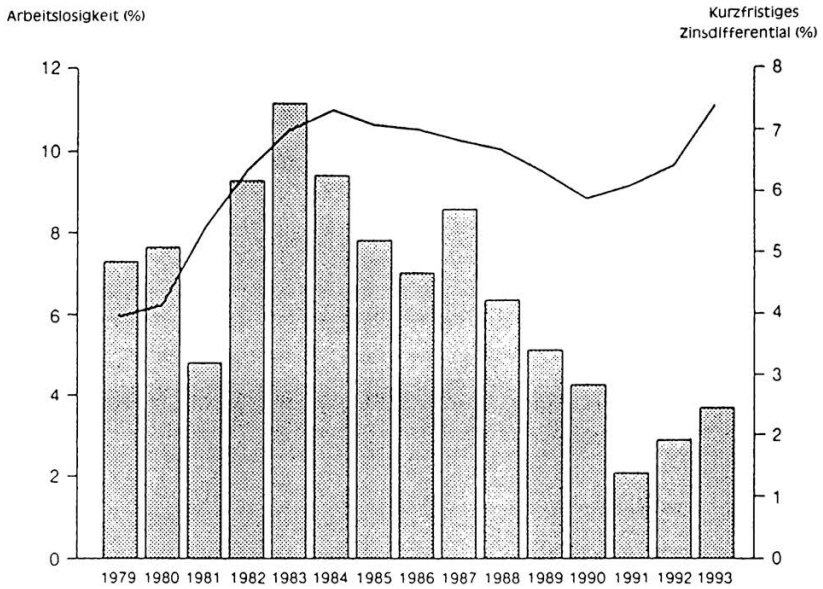


Abb. 2: Arbeitslosigkeit und Glaubwürdigkeit im EWS (1979 - 1993)

Quelle: De Grauwe, 1994a, S. 155.

war, zeigen die vier Realignments innerhalb der ersten vier Jahre. Die Währungskrise vom März 1983, an deren Ende der französische Franc gegenüber der D-Mark um 3,75 % abgewertet wurde, macht dies besonders deutlich. In der Spitze stieg der französische Zweitageszinssatz in der Woche vor der Abwertung auf über 350 % auf Jahresbasis gerechnet (Flood, 1992, 34).

Um aus dem resultierenden Teufelskreis aus Lohn-, Preis- und Abwertungsspirale zu entkommen, ging die französische Regierung ab Mitte 1983 von ihrem beschäftigungsorientierten Kurs ab und verfolgte eine Politik des „franc fort“. Ihre wirtschaftspolitischen Präferenzen wechselten gewissermaßen von einer Links- zu einer Rechtsregierung. Aufgrund der Zweifel der Privaten gegenüber diesem Präferenzwechsel brauchte die Regierung allerdings Zeit, um die angestrebte, anti-inflationäre Reputation zu erlangen. Der Verzicht auf Realignments trotz hoher Arbeitslosigkeit signalisierte aber schließlich der Öffentlichkeit den Willen der Regierung, einen am Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichteten Politikkurs zu fahren. Damit ging in der Folgezeit auch das Zinsgefälle zu Deutschland zurück, was eine gestiegene Glaubwürdigkeit der französischen Stabilitätspolitik reflektierte. Im übrigen blieb die erworbene Reputation auch dann erhalten, als aufgrund negativer exogener Schocks im Jahre 1987 noch einmal eine Abwertung des französischen Franc stattfand. Dies spricht dafür, daß die Devisenmarktteilnehmer in dieser Aktion keine Schwäche des französischen Franc, sondern vielmehr eine notwendig gewordene reale Anpassung sahen.

Bis zum Anfang der neunziger Jahre – trotz zwischenzeitlichem Regierungswechsel – gelang es also, die Reputation der französischen Regierung zu erhöhen und die Glaubwürdigkeit ihrer anti-inflationären Geldpolitik zu stärken. Jedoch wurde zunehmend bezweifelt, ob der eingeschlagene restriktive Kurs auch dauerhaft durchgehalten werden kann. Diese Zweifel wurden nicht zuletzt dadurch genährt, daß das Problem persistenter Arbeitslosigkeit nach wie vor bestand und sich angesichts des konjunkturellen Einbruchs in Frankreich zu verschärfen drohte (De Grauwe, 1994a, 153 - 158; Drazen/Masson, 1993). Hinzu kam, daß Europa durch den außergewöhnlich großen, länderspezifischen Schock der deutschen Wiedervereinigung getroffen wurde. Der Anstieg der privaten und der staatlichen Güternachfrage in Deutschland im Zuge der Wiedervereinigung führte dazu, daß deutsche Güter relativ zu ausländischen knapper wurden, so daß aus dem asymmetrischen Konjunkturverlauf in Europa – Boom in Deutschland und Rezession in Resteuropa – ein realer Aufwertungsdruck für die DM entstand.

Um diesem nachzugeben, waren prinzipiell drei Anpassungskanäle möglich. Eine monetäre Alimentierung des deutschen Nachfragemengenüberschusses durch die Deutsche Bundesbank, eine nominale Aufwertung der D-Mark durch ein Realignment und/oder aber eine verstärkt restriktive Politik in den Partnerländern (Svensson, 1993). Allerdings war die Deutsche Bundesbank entsprechend ihrer Aufgabe nicht bereit, den güterwirtschaftlichen Nachfrageschub noch zusätzlich zu akkommodieren, da die deutsche Inflationsrate nachfragebedingt ohnehin schon auf hohem Niveau war. Andererseits wehrten sich aber auch die Partnerländer – und hier insbesondere Frankreich – aus politischen Prestigeüberlegungen dagegen, eine nominale Abwertung ihrer Währung hinzunehmen.

Damit bürdeten sie sich aber letztlich selbst die zu tragende Anpassungslast auf. Die deutsche Hochzinspolitik wurde zwangsläufig auf diejenigen Mitgliedsländer übertragen, die ihre Geldpolitik an der deutschen Geldpolitik als dem monetären Anker des EWS ausrichteten. Speziell für Frankreich waren damit Nominalzinsen auf deutschen Niveau verbunden, was bei einer als Folge der restriktiven Politik und der Rezession in Frankreich geringen französischen Inflationsrate zu hohen Realzinsen führte. Diese hohen Realzinsen überstiegen in ihrer negativen Auswirkung auf die Nachfrage nach französischen Gütern bei weitem den positiven Effekt des Anstiegs der deutschen Importnachfrage, welche mit der bald einsetzenden Rezession auch in Deutschland ohnehin nachließ. Damit wurde die Konjunktur in Frankreich abgewürgt. Im Ergebnis war die Geldpolitik in Frankreich im historischen Vergleich in Anbetracht der Konjunktursituation extrem restriktiv, was ähnlich wie die amerikanische Geldpolitik in der Großen Depression die Rezession zumindest verschärfte (De Grauwe, 1994b). Diese hohen Realzinsen schwächten das reale Wachstum nachhaltig und verschärften gleichzeitig die Lage auf dem französischen Arbeitsmarkt. Ein weiterer Anstieg der ohnehin schon hohen Sockelarbeitslosigkeit schien aber politisch kaum mehr durchsetzbar zu sein.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> *Lehment* (1994) stellt fest, daß spekulative Attacken gegen EWS-Währungen meist dann erfolgen, wenn die Kapazitätsauslastung stark zurückgeht oder schon ein sehr niedriges Niveau erreicht hat. Dies ist äquivalent zu der hier vorgetragenen These, daß es zu spekulativen Attacken gegen Währungen kommt, wenn die Arbeitslosigkeit ausgehend von einer hohen Sockelarbeitslosigkeit bei weitgehend ausgelasteten Kapazitäten im Zuge einer Rezession ansteigt. Da ein Anstieg der Arbeitslosigkeit auch meist mit einem (vorübergehenden) Rückgang der Kapazitätsauslastung einhergeht, steigt nämlich der politische Druck stark an, in einer solchen Situation nachfragepolitisch gegenzusteuern.

Schließlich wurden im September 1992 in Folge massiver spekulativer Attacken die Wechselkurse von Lira und Pfund freigegeben. Dies signalisierte aber den Devisenmarktteilnehmern, daß die Mitgliedsländer des EWS trotz der langen vorausgegangenen Periode unveränderter Paritäten durchaus nicht um jeden Preis bereit waren, an den einmal fixierten Wechselkursen festzuhalten. Die dadurch ausgelöste Spekulationswelle gegen einzelne Währungen im EWS wandte sich unter anderem gegen den französischen Franc, obwohl die Inflationsrate in Frankreich niedriger als in Deutschland war. Das ohnehin schon bestehende Zinsgefälle zwischen diesen Ländern und Deutschland verstärkte sich und verschärfte die Rezession. Daraufhin versuchte Frankreich zwar, sich von den deutschen Zinsvorgaben abzukoppeln, indem die französische Notenbank ihre Leitzinsen zurücknahm. Als jedoch die Deutsche Bundesbank auch noch Ende Juli 1993 ihren harten Kurs beibehielt und den geldpolitischen Vorgaben der französischen Regierung nicht folgte, kam es zur spekulativen Attacke auf die französischen Währungsreserven. Die Devisenmarktteilnehmer mutmaßten offensichtlich, daß Frankreich einen geld- und währungspolitischen Regimewechsel hin zu einer expansiveren Geldpolitik vollzogen hatte. Die Glaubwürdigkeit der angekündigten Geld- und Währungspolitik ging damit aber gerade wegen eines aus politischen und ökonomischen Gründen unsinnigen Festhaltens an der Währungsparität zwischen D-Mark und Franc zurück (De Grauwe, 1994b).<sup>8</sup>

## VII. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Abschließend wird auf die Frage eingegangen, wie man das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik effizienter als durch die Fixierung des Wechselkurses in den Griff bekommen kann. Zunächst gilt es festzuhalten, daß, wenn negative Störungen insbesondere aufgrund von Lohn- und Preisstarreheiten anhaltende Beschäftigungseinbußen zur Folge haben, eine rigide geldpolitische Regel nicht sinnvoll ist. Dies setzt allerdings voraus, daß die monetären Instanzen schneller wirksam auf Störungen

---

<sup>8</sup> Es gilt hier noch kurz anzumerken, daß die Stabilität der fixierten Währungsparitäten im System von Bretton Woods und die damit einhergehenden, relativ zu den letzten zwanzig Jahren niedrigen Inflationsraten (*Alogoskoufis* u.a., 1992) nicht im Widerspruch zu der obigen Argumentation stehen. Das Phänomen persistent hoher Arbeitslosigkeit tritt erst seit Mitte der siebziger Jahre auf, so daß auch erst seitdem ein großer politischer Druck herrscht, Abwertungen zum Zweck der Beschäftigungsstimulierung einzusetzen. Die Stabilität eines Systems fixer Wechselkurse in Zeiten einer allgemein günstigen wirtschaftlichen Entwicklung ist kein Beweis für dessen Zweckmäßigkeit in Krisenzeiten.



reagieren können als die Privaten. Es gibt dann stets einen „trade-off“ zwischen diskretionärer Outputstabilisierung und systematischer Inflation aufgrund einer mangelnden Regelbindung. Eine Politik prinzipiell starrer, aber anpassungsfähiger Wechselkurse ist nur eine besondere Form der Regelbindung, die sich gerade bei länderspezifischen Schocks<sup>9</sup> besonders negativ auswirkt.

Demgegenüber ist aus Sicht eines Nichtleitwährungslandes eine Einheitswährung vorzuziehen, die wenigstens jegliche Möglichkeit der nationalen Abwertung verbaut und damit den systematischen Teil der Inflationsrate auf das Niveau des Leitwährungslandes senkt.<sup>10</sup> In beiden Fällen beraubt man sich jedoch selbst des Vorteils, daß bei flexiblen Wechselkursen ein Teil des länderspezifischen Schocks durch die unmittelbar erfolgende Wechselkursänderung aufgefangen wird. Dies spricht dafür, den Wechselkurs als Anpassungsinstrument flexibel zu lassen und geldpolitische Glaubwürdigkeit etwa durch eine heimische Geldmengengericht und vor allem durch niedrige Inflationsraten in der Vergangenheit selbst zu erzeugen („stability begins at home“).

Gesamtwirtschaftlich optimal wäre natürlich unter den obigen Prämissen eine flexible, zustandsabhängige Regel (Obstfeld, 1991). Mit ihr könnte es gelingen, die Regierung glaubwürdig auf einen anti-inflationären Kurs zu verpflichten, von dem sie nur dann abweichen darf, wenn ex ante festgelegte Datenänderungen eintreten. Eine solche Ex-ante-Regelbindung ist aber nur dann wirklich durchführbar, wenn sie schon heute alle möglichen zukünftigen Ereignisse, auf die die Geldpolitik im Eventualfall reagieren muß, hinreichend spezifiziert. Dies ist aber schon theoretisch kaum möglich. Zudem ist die Einhaltung derartiger zustandsabhängiger Regeln in der Realität nicht kontrollierbar (Lohmann, 1992, 273; Flood/Isard, 1989, 627 - 630).

Eine optimale Regelbindung der Geldpolitik bei stochastischen Schocks, die sowohl den Glaubwürdigkeitsaspekt als auch den notwendigen Flexibilitätsgrad der Geldpolitik berücksichtigt, ist dagegen von Lohmann (1992) vorgeschlagen worden. Die Regierung setzt einen konservativen Zentralbanker ein, der annahm gemäß dem Ziel der Preis-

---

<sup>9</sup> Ein länderspezifischer Schock liegt üblicherweise vor, wenn zwei Länder davon asymmetrisch getroffen werden. Strenggenommen ist ein Schock allerdings auch dann länderspezifisch, wenn die Länder symmetrisch getroffen werden, aber aufgrund ihrer differierenden wirtschaftspolitischen Präferenzen unterschiedlich reagieren wollen.

<sup>10</sup> Dies setzt voraus, daß die Notenbank des Leitwährungslandes auch in einer Währungsunion die alleinige Kompetenz für die Geldpolitik behält.

niveaustabilität ein höheres Gewicht relativ zum Ziel der Outputstabilisierung beimißt als die Regierung. Entsprechend den Präferenzen des konservativen Zentralbankers ist die gleichgewichtige Inflationsrate also niedriger, wohingegen die Outputvariabilität zunimmt (Rogoff, 1985). Die damit verbundenen realen Kosten sind um so höher, je größer der eingetretene stochastische Schock ausfällt. Aus diesem Grund behält sich die Regierung vor, bei sehr großen Schocks – wie Finanzkrisen oder Ölpreisschocks – die Geldpolitik der nur teilweise mit Unabhängigkeit ausgestatteten Notenbank zu überstimmen, um zu hohe Outputverluste zu vermeiden. Allerdings berücksichtigt die Regierung in ihrer Verlustfunktion ihr optionales Vetorecht als weiteren Kostenfaktor. Dabei hängen die Kosten des Überstimmens unter anderem von den institutionellen Rahmenbedingungen der Zentralbank, den stabilitätspolitischen Präferenzen der Privaten und den Abstimmungsregeln innerhalb der Regierung ab. Dadurch kann es der Regierung erschwert werden, den einmal ernannten, konservativen Zentralbanker zu überstimmen oder aber die bestehende Notenbankverfassung zu ändern (Lohmann, 1992, 277 ff.).

Unter diesen Bedingungen wird die Regierung die Entscheidung der Notenbank erst dann revidieren, um einen großen Schock monetär abzufedern, wenn es sich für sie auch lohnt. Dies setzt voraus, daß die aus einer Outputstabilisierung resultierenden Erträge in Form vermiedener Nettowohlfahrtsverluste die Kosten des Überstimmens übersteigen. Ist nun aber die Zentralbank selbst daran interessiert, nicht überstimmt zu werden, dann wird sie versuchen, rechtzeitig exogene Schocks von sich aus zu stabilisieren. Im Gleichgewicht sind die mit der Revision einer Notenbankentscheidung verbundenen Kosten der Regierung gleich den Erträgen, die durch ein stabilisierendes Eingreifen der Regierung erzielt werden könnten. Damit wird im Gleichgewicht die Notenbank nie überstimmt, und es kommt zu einem stetigen und positiv zunehmenden Zusammenhang zwischen dem Ausmaß des Schocks und der monetären Gegensteuerung. Dieses Ergebnis beruht allerdings auf der entscheidenden Annahme, daß die Kosten des Überstimmens im Zeitablauf konstant bleiben, während die negativen Wohlfahrtswirkungen einer anti-inflationären Politik des Zentralbankers mit der Größe der exogenen Schocks positiv korreliert sind. Aus Wohlfahrtssicht bietet dieser Lösungsvorschlag einen optimalen Kompromiß zwischen den Zielen Outputstabilisierung und Preisniveaustabilität (Lohmann, 1992, 279 ff.).

Eine solche konservative Notenbank wird einen Teil des Einbruchs der realen Güternachfrage monetär kompensieren, der originär durch große

exogene Störungen, wie etwa einen Ölpreisanstieg oder einen Börsencrash, verursacht wird. Einen Einbruch der Beschäftigung wird sie allerdings bei angebotsseitigen Störungen nur vermeiden können, wenn die Reallöhne nicht starr sind und die beschäftigten Arbeitnehmer letztendlich bereit sind, ihren Lebensstandard zurückzuschrauben. Sind die Arbeitnehmer dies jedoch nicht und reagieren sie mit erhöhten Nominallohnforderungen, dann dürfen diese auf keinen Fall monetär alimentiert werden, um nicht das Glaubwürdigkeitsproblem zu verschärfen und in einer Lohn-Preis-Spirale zu enden (Landmann, 1984, 195 - 203). Es muß also der Notenbank gelingen, glaubwürdig zu signalisieren, daß sie nicht jeden Anstieg der Arbeitslosigkeit zum Anlaß nimmt, auf eine expansivere Politik umzuschalten. Es darf also keine Politik der Feinsteuerung, die die systematische Komponente der Inflationsrate zu stark ansteigen läßt, sondern es muß eine Politik der Grobsteuerung verfolgt werden (Lindbeck, 1992, 203). In bestimmten außergewöhnlichen Situationen lassen sich inflationäre Prozesse nicht immer durch das Festhalten an einer starren Regel effizient und mit den geringsten gesamtwirtschaftlichen Kosten in Schranken halten. Die Geldpolitik kann nicht auf ein unverzichtbares Maß an Flexibilität verzichten (Issing, 1994, 3).

Eine am Ziel der Preisniveaustabilität orientierte Geldpolitik kann aber nur dann erfolgreich sein, wenn sie durch eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik flankiert wird (Issing, 1994, 4). Wenn nun aber zu hohe, das heißt durch die Produktivitätsentwicklung nicht gerechtfertigte nominale Lohnsteigerungen zu beobachten sind, dann stellt dies keine exogene Störung dar, sondern ein endogenes Problem einer mangelnden Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes. Wie gezeigt wurde, hängt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und damit die gleichgewichtige Inflationsrate aber eben auch stark von einem funktionierenden Arbeitsmarkt ab. Daher ist es aus diesem Grund äußerst wichtig, durch ordnungspolitische Deregulierungsmaßnahmen die vielfach in Europa eingetretene Verkrustung auf dem Arbeitsmarkt aufzubrechen, um dadurch das Problem persistenter Hochlohnarbeitslosigkeit in den Griff zu bekommen. Dazu muß es zum einen gelingen, die Machtposition der beschäftigten Insider zu schwächen, und zum anderen, das Humankapital der arbeitslosen Outsider aufzuwerten (Berthold/Fehn, 1994b; Lindbeck, 1992).

### VIII. Schlußbemerkungen

Im Ergebnis gilt es festzuhalten, daß es nicht allein von den wirtschaftspolitischen Präferenzen der Regierung abhängt, ob und inwieweit ein einmal angekündigter anti-inflationärer Kurs auch tatsächlich gesteuert wird. Vielmehr haben auch die Größe stochastischer Schocks und der Persistenzgrad der Arbeitslosigkeit in einem Land einen entscheidenden Einfluß darauf, ob die Regierung die angekündigte Politik wirklich beibehält oder aber davon abweicht. Wie die theoretische und empirische Analyse gezeigt hat, gibt es durchaus eine Reihe von gesamtwirtschaftlichen Konstellationen, bei denen selbst rechtsgerichtete Regierungen von ihrem geld- und währungspolitischen Kurs abweichen und ihre Währung nominell abwerten müssen. Dies wird dann zu erwarten sein, wenn ein weiteres Festhalten am angekündigten Kurs mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden ist.

Wenn also eine rechtsgerichtete Regierung aus Reputationsüberlegungen an einer restriktiven Geldpolitik um jeden Preis festhält, obwohl die Arbeitslosigkeit bereits ein anhaltend hohes und gesellschaftlich kaum mehr tolerierbares Niveau erreicht hat, dann werden die negativen Persistenzeffekte die positiven Signalwirkungen einer solchen Politik überkompensieren. Gerade in Zeiten rezessiver Entwicklung und persistent hoher Arbeitslosigkeit steigt nämlich der Druck auf die Regierung, die Arbeitslosigkeit zu senken und die Wachstumskräfte im Inland zu stärken. Damit nimmt aber die Wahrscheinlichkeit eines währungspolitischen Regimewechsels zu, während die Glaubwürdigkeit der Politik ganz entgegengesetzt zu den Intentionen der Regierung sinkt. Unter bestimmten Umständen kann somit das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik durch ein zu langes Festhalten an einem fixen Wechselkurs sogar verschärft werden. Daher sind aber bei unvollkommenen Güter- und Arbeitsmärkten Regelungen, die der nationalen Notenbank einen begrenzten Spielraum einräumen, auf länderspezifische Schocks zu reagieren, starren Regeln etwa in Form eines fixen Wechselkurses überlegen. Es ist somit sinnvoller, auf nationaler Ebene eine unabhängige, konservative Zentralbank einzusetzen, die nur unter Inkaufnahme hoher politischer Kosten von der Regierung überstimmt werden darf. Außerdem hängt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik aber eben auch in starkem Maße von der Arbeitsmarktentwicklung ab, so daß eine konsequente Ordnungspolitik auf dem Arbeitsmarkt eine notwendige Bedingung zur Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems ist.

### Literatur

- Aliber, R. Z.* (1986), Fixed Exchange Rates and the Rate of Inflation, in: *Campbell, C. u.a.* (Hrsg.), *Alternative Monetary Regimes*, Baltimore u.a. 1986, S. 116 - 121. – *Alogoskoufis, A. u.a.* (1992), Wage Inflation, Electoral Uncertainty and the Exchange Rate Regime: Theory and UK Evidence, in: *The Economic Journal*, Vol. 102 (1992), S. 1370 - 1394. – *Andersen, T. M.* (1994), Shocks and the Viability of a Fixed Exchange Rate Commitment, CEPR Discussion Paper No. 969, London 1994. – *Backus, D./Driffill, J.* (1985), Inflation and Reputation, in: *The American Economic Review*, Vol. 75 (1985), S. 530 - 538. – *Ball, L.* (1992), Disinflation with Imperfect Credibility, NBER Working Paper No. 3983, Cambridge MA, 1992. – *Ball, L./Mankiw, N. C.* (1994), A Sticky - Price Manifesto, NBER Working Paper No. 4677, Cambridge MA, 1994. – *Ball, L. u.a.* (1988), The New Keynesian Economics and the Output - Inflation Trade-off, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1 (1988), S. 1 - 65. – *Barro, R. J./Gordon, D. B.* (1983a), A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 91 (1983), S. 589 - 610. – *Barro, R. J./Gordon, D. B.* (1983b), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12 (1983), S. 101 - 121. – *Bean, C.* (1989), Capital Shortages and Persistent Unemployment, in: *Economic Policy*, Vol. 8 (1989), S. 12 - 44. – *Bean, C.* (1994), European Unemployment: A Survey, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 32 (1994), S. 573 - 619. – *Berthold, N./Fehn, R.* (1994a), Verursachen Wahlen einen Politischen Konjunkturzyklus?, in: *WiSt*, 23. Jg. (1994), Heft 4, S. 166 - 175. – *Berthold, N./Fehn, R.* (1994b), Arbeitslosigkeit - Woher kommt sie? Wann bleibt sie? Wie geht sie? in: *List Forum*, Band 20 (1994), Heft 4, S. 304 - 336. – *Berthold, N./Külp, B.* (1989), Kann eine Stabilisierungspolitik in Europa überhaupt Erfolg haben? in: *Jahrbücher für Neue Politische Ökonomie*, Vol. 8 (1989), S. 45 - 61. – *Berthold, N./Modery, W.* (1994), Das Feldstein/Horioka-Paradoxon. Wie mobil ist Kapital international?, in: *WiSt*, 23. Jg. (1994), Heft 10, S. 492 - 497. – *Blackburn, K./Christensen, M.* (1989), Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 27 (1989), S. 1 - 45. – *Blanchard, O./Fischer, S.* (1989), *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge MA, London England, 1989. – *Blanchard, O./Summers, L.* (1986), Hysteresis and the European Unemployment Problem, in: *NBER Macroeconomics Annual* (1986), S. 15 - 78. – *Calvo, G. A.* (1978), On the Time Inconsistency of Optimal Policy in a Monetary Economy, in: *Econometrica*, Vol. 46 (1978), S. 1411 - 1428. – *Caramazza, F.* (1993), French-German Interest Rate Differentials and Time-Varying Realignment Risk, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 40 (1993), No. 3, S. 567 - 583. – *Cukierman, A.* (1992), Central Bank Strategy, Credibility, and Independence. Theory and Evidence, Cambridge u.a. 1992. – *De Grauwe, P.* (1994a), Towards EMU without the EMS, in: *Economic Policy*, April 1994, S. 147 - 185. – *De Grauwe, P.* (1994b), Monetary Policies in the EMS: Lessons from the Great Recession of 1991 - 3, CEPR Discussion Paper No. 1047, London 1994. – *De Long, B./Summers, L.* (1986), Is Increased Price Flexibility Stabilizing? in: *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), No. 5, S. 1031 - 1044. – *Drazen, A./Masson, P. R.* (1993), Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers, NBER WP. No. 4448, Cambridge MA 1993. – *Elmeskov, J./MacFarlan, M.* (1993), Unemployment Persistence, OECD Economic Studies No. 21, Paris 1993, S. 59 - 87. – *Flood, R. P.* (1992), Was bedeutet „Politikwechsel“?

in: Finanzierung & Entwicklung, 29. Jg. (1992), Nr. 3, S. 33 - 35. – Flood, R. P./Isard, P. (1989), Monetary Policy Strategies, in: IMF Staff Papers, Vol. 36 (1989), No. 3, S. 612 - 632. – Garfinkel, M. R./Oh, S. (1993), Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons, in: The American Economic Review, Vol. 83 (1993), S. 99 - 117. – Giavazzi, F./Giovannini, A. (1989), Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System, Cambridge 1989. – Giavazzi, F./Pagano, M. (1988), The Advantage of Tying One's Hands. EMS Discipline and Central Bank Credibility, in: European Economic Review, Vol. 32 (1988), S. 1055 - 1082. – Grüner, H. P. (1994), Monetary Target Announcements, Reputation and Hysteresis, Sonderforschungsbereich 178 der Universität Konstanz, Diskussionsbeiträge Serie II – Nr. 222, 1994. – Hansen, G. (1991), Hysteresis und Arbeitslosigkeit, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 208 (1991), Heft 3, S. 272 - 298. – Horn, H./Persson, T. (1988), Exchange Rate Policy, Wage Formation and Credibility, in: European Economic Review, Vol. 32 (1988), S. 1621 - 1636. – Issing, O. (1994), Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 91 vom 9.12.1994, S. 1 - 11. – Issing, O. (1993), Einführung in die Geldpolitik, 9. Auflage, München 1993. – Kösters, W. (1991), Zur theoretischen Integration der Stabilitätspolitik in die Konzeption des ökonomischen Liberalismus, in: Boettcher, E. u.a. (Hrsg.), Systemvergleich und Ordnungspolitik, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 10, Tübingen 1991, S. 145 - 166. – Kydland, F. E./Prescott, E. C. (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, in: Journal of Political Economy, Vol. 85 (1977), S. 473 - 491. – Landmann, O. (1984), Löhne, Preise, Einkommen und Beschäftigung in der offenen Volkswirtschaft, in: Bombach, G./Ramser, H.-J./Timmermann, M. (Hrsg.), Der Keynesianismus V, Berlin u.a. 1984, S. 101 - 218. – Layard, R., Bean, C. (1989), Why Does Unemployment Persist?, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 91 (1989), S. 371 - 396. – Lehment, H. (1994), Speculative Pressures in the EMS: The Role of Capacity-Related Exchange Rate Expectations, Kiel Working Paper No. 627, Kiel 1994. – Lindbeck, A. (1992), Macroeconomic Theory and the Labor Market, in: European Economic Review, Vol. 36 (1992), S. 209 - 235. – Lindbeck, A./Snower, D. (1988), The Insider - Outsider Theory of Employment and Unemployment, Cambridge MA, London England, 1988. – Lohmann, S. (1992), Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility, in: The American Economic Review, Vol. 82 (1992), S. 273 - 286. – McCallum, B. (1987), The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 123 (1987), S. 415 - 429. – Obstfeld, M. (1991), Destabilizing Effects of Exchange-Rate Escape Clauses, CEPR Discussion Paper No. 518, London 1991. – Persson, T./Tabellini, G. (1990), Macroeconomic Policy, Credibility and Politics, Chur 1990. – Rogoff, K. (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 100 (1985), S. 1169 - 1189. – Svensson, L. E. (1993), Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?, NBER Working Paper No. 4504, Cambridge MA, 1993. – Rogoff, K. (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 100 (1985), S. 1169 - 1190. – Rose, A. K./Svensson, L. E. (1993), European Exchange Rate Credibility before the Fall, NBER Working Paper No. 4495, Cambridge MA, 1993. – Watrin, C. (1988), Währungsunion oder Kapitalmarktintegration?, in: Grundlagen und Erneuerung der Marktwirtschaft, Monographien der List-Gesellschaft e.V., N.F. Bd. 10, Baden-Baden 1988, S. 265 - 282.

### Zusammenfassung

#### **Können fixe Wechselkurse das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik bei persistenter Arbeitslosigkeit lösen?**

Es ist eine der Schlüsselfragen der stabilitätspolitischen Diskussion, wie man das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik adäquat in den Griff bekommen kann. Ein wichtiger und sehr kontrovers diskutierter Vorschlag sieht vor, daß Länder mit höherer Inflation den nominalen Wechselkurs gegenüber einem Leitwährungsland mit niedrigerer Inflation fixieren sollten. Die Verfechter dieses Vorschlags argumentieren, daß es dadurch gelingt, den inflationären Bias mit einem nur geringen Anstieg der Arbeitslosigkeit abzubauen. Der vorliegende Beitrag zeigt, daß dies zwar im Modell der natürlichen Arbeitslosigkeit zutrifft. Geht man jedoch vom zumindest für Europa realistischeren Fall persistenter Arbeitslosigkeit aus, dann trägt eine rigide geldpolitische Regel wie die der Wechselkursfixierung durchaus nicht unbedingt dazu bei, das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik zu senken. In einem solchen Umfeld sind vielmehr flexiblere institutionelle Arrangements vorzuziehen, wie etwa die Ernennung einer politisch unabhängigen, konservativen Zentralbank, die nur unter Inkaufnahme hoher Kosten von der Regierung überstimmt werden kann. Aber auch deren geldpolitische Glaubwürdigkeit hängt in erheblichem Umfang von der Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes ab.

### Summary

#### **Can Fixed Rates of Exchange solve the Credibility Problem of Monetary Policy in an Environment of Persistent Unemployment?**

One of the key questions of the stability-policy discussion is how to get the credibility problem of monetary policy adequately under control. An important proposal, which is the subject of a highly controversial debate, suggests that countries with elevated rates of inflation resort to fixed nominal rates of exchange vis-à-vis reserve-currency countries whose rates of inflation are lower. The advocates of this proposal argue that this helps reduce the inflationary bias at the cost of just a small rise in unemployment. This contribution shows that this is so in a model of natural unemployment. However, if it is assumed – which would be more realistic – that at least Europe is afflicted by persistent unemployment, any rigid monetary-policy rule such as fixed nominal rates of exchange does not necessarily help reduce the credibility problem of monetary policy. In such an environment, preference should rather be given to more flexible institutional arrangements possibly by creating a politically independent conservative central bank which could only be outvoted by the government where the latter is prepared to assume substantial amounts of costs. However, such a central bank's monetary-policy credibility would largely depend from the functioning ability of the labour market as well.

**Résumé****Les taux de change fixes peuvent-ils résoudre le problème de crédibilité de la politique monétaire dans une situation de chômage persistant?**

Une des questions-clés de la discussion de la politique de stabilisation est de savoir comment maîtriser adéquatement le problème de crédibilité de la politique monétaire. Une proposition importante et très controversée prévoit que les pays à taux d'inflation élevé fixent le taux de change nominal par rapport à un pays à devise-clé. Les défenseurs de cette proposition argumentent que ceci permet de réduire le biais inflationniste avec un accroissement seulement faible du chômage. Cet article montre que ceci est vrai dans le modèle du chômage naturel. Cependant, si on part du cas plus réaliste, du moins pour l'Europe, d'un chômage persistant, une politique monétaire rigide comme celle de la fixation des taux de change ne contribue pas nécessairement à réduire le problème de crédibilité de la politique monétaire. Dans un tel contexte, des arrangements institutionnels plus flexibles sont cependant préférables, comme par exemple la nomination d'une banque centrale politiquement indépendante et conservatrice qui ne peut être mise en minorité par le gouvernement qu'au prix de coûts élevés. Mais, la crédibilité de la politique monétaire dépend aussi en grande partie du fonctionnement du marché du travail.