

## **Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1994**

Von Katrin Wesche, Bonn

Das 25. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 24. bis 27. Mai 1994 statt. Es wurde, wie auch in den vorangegangenen Jahren, von *Manfred J. M. Neumann* (Bonn) organisiert. Das Jubiläum bot Anlaß, die Einflüsse des Monetarismus auf die Makrotheorie in den letzten 25 Jahren hervorzuheben und das Werk des Begründers des Seminars, *Karl Brunner*, zu würdigen.

Diese Aufgabe übernahm *David Laidler* mit dem ersten Vortrag „Monetarism Circa 1970 – A View From 1994“. Als Anfang des Monetarismus kann die Veröffentlichung von Friedmans berühmtem Aufsatz „The Quantity Theory of Money: A Restatement“ (1956) gelten. Heute sind wichtige Positionen des Monetarismus unumstritten, vor allem die Auffassung, daß Inflation langfristig immer ein monetäres Problem ist und daß expansive Geldpolitik keine dauerhaften Beschäftigungseffekte erzielt. Laidler hebt in seinem Überblick die Unterschiede zwischen den wichtigsten Vertretern des Monetarismus – *Milton Friedman* sowie *Karl Brunner* und *Allan Meltzer* – hervor. Während Friedmans Analyse den Schwerpunkt auf die empirische Bestätigung grundlegender makroökonomischer Beziehungen legt, spielen in den Arbeiten von Brunner und Meltzer die theoretischen Grundlagen wirtschaftlicher Entscheidungen und die Berücksichtigung unvollständiger Information eine bedeutende Rolle.

Im Anschluß stellte *Allan H. Meltzer* Überlegungen zu „Information, Sticky Prices and Macroeconomic Foundations“ vor. Meltzers Ziel ist es, zu zeigen, daß Preisträgheit aus der Sicht eines Individuums durchaus rational sein kann. Wenn Preise Information über die Qualität eines Produktes beinhalten, kann dies Preisträgheit zur Folge haben, denn zu häufige Änderungen verwässern den Informationsgehalt. Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit von Schocks und die Schwierigkeit, relative Preisänderungen von Änderungen des allgemeinen Preisniveaus zu unterscheiden, machen Indexierungen unpraktikabel. In makroökonomischen Modellen wird meist angenommen, daß sich spätestens nach einer Peri-

ode die Preise an eine neue Situation angepaßt haben. Falls die Individuen erst allmählich lernen, ob ein permanenter Schock vorliegt, kann es aber trotz der Berücksichtigung aller Informationen und der Annahme rationaler Erwartungen zu positiv korrelierten Prognosefehlern kommen.

*Michael D. Bordo, Ehsan U. Choudhri und Anna J. Schwartz* stellten die Frage „Could Stable Money Have Averted the Great Contraction?“. Seit *Friedman* und *Schwartz* 1963 die Ansicht vertraten, daß die Federal Reserve Bank die große Depression in den dreißiger Jahren durch ihre restriktive Geldpolitik verstärkte, ist wiederholt untersucht worden, wie sich alternative Geldpolitiken ausgewirkt hätten. *Bordo, Choudhri und Schwartz* berücksichtigen zwei Versionen von *Friedmans*  $k\%$ -Regel und zeigen mit Hilfe von Simulationen, daß bei Einhaltung eines konstanten Geldmengenwachstums der Outputrückgang erheblich geringer gewesen wäre.

*Robert H. Rasche* präsentierte „Money Demand and the Term Structure: Some New Ideas on an Old Problem“. Die Frage, ob die Zinsstruktur einen Einfluß auf die Geldnachfrage ausübt, ist ein bekanntes und ausführlich untersuchtes Problem. Die Theorie der Zinsstruktur impliziert, daß kurz- und langfristige Zinssätze kointegriert sein müssen, da die Zinssätze über die Erwartungshypothese miteinander verbunden sind. Kombiniert man dieses Ergebnis mit der Theorie der Geldnachfrage, so müssen zwei Kointegrationsvektoren existieren, von denen einer den Zusammenhang zwischen den kurz- und langfristigen Zinsen und der andere Geldnachfragefunktion darstellt. *Rasche* diskutiert die Identifikationsbedingungen für diese beiden Vektoren. Er zeigt, daß sich für die Geldnachfrage nur die Summe aus lang- und kurzfristiger Zinselastizität identifizieren läßt.

In ihrem Beitrag „Central Bank Constitutions for Monetary Unions“ untersuchten *Jürgen von Hagen* und *Ralph Süssel* verschiedene Zentralbankverfassungen und ihre Eignung für eine Währungsunion. Grundlage der Analyse bildet der Ansatz von *Barro* und *Gordon*, der durch die Berücksichtigung von länderspezifischen Schocks und Beschäftigungszielen für eine Währungsunion erweitert wird. Es wird untersucht, ob ein Zentralbankrat von unabhängigen Gouverneuren einem Gremium vorzuziehen ist, das aus nationalen Repräsentanten besteht. Die Ergebnisse hängen erheblich von dem Zentralisierungsgrad der politischen Entscheidungen sowie von der Struktur der stochastischen Schocks ab. Von *Hagen* und *Süssel* kommen zu dem Schluß, daß die Zentralbankverfassung erst festgelegt werden sollte, wenn die Mitgliedsländer der zukünftigen Währungsunion feststehen. Außerdem sollte für ausrei-

chende Flexibilität gesorgt werden, d. h., mit wechselnden Schocks oder Präferenzen sollte auch die Zentralbankverfassung geändert werden. Dieses Ergebnis widerspricht der üblichen Auffassung, daß nur durch institutionell abgesicherte Unabhängigkeit der Zentralbank Preisstabilität gewährleistet werden kann.

*Ernst Baltensperger* und *Thomas J. Jordan* diskutierten „Principles of Seigniorage“ mit dem Ziel, verschiedene Seigniorage-Konzepte in einen einheitlichen Rahmen einzubinden. Die Autoren unterscheiden zwischen Cash Seigniorage, die als Geldtransfer von der Zentralbank zum Staat definiert wird, und No-Cash Seigniorage, die dem Opportunitätsertrag entspricht, der dem Staat aufgrund der zinslosen Haltung von Staatschuld durch die Zentralbank entsteht. Eine andere mögliche Aufteilung der Seigniorage besteht in der Unterscheidung zwischen dem Zentralbankgewinn, der durch das Geldausgabemonopol begründet ist, und dem Rest, der sich als Besteuerung der Geldhaltung interpretieren läßt. In einer dynamischen Betrachtung wird anschließend die Entwicklung des Seigniorageaufkommens bei einer Ausweitung der Geldmenge untersucht.

*Eduard J. Bomhoff* griff mit „Interest-rate Targeting“ einen 1989 erschienenen Artikel von *Robert Barro* auf. In den meisten Arbeiten zur Abwägung eines Zinszieles gegenüber einem Geldmengenziel wird nur ein relevanter Zinssatz betrachtet. Außerdem wird angenommen, daß die Individuen ihre Inflationserwartungen anhand des Geldmengenwachstums bilden. Bomhoff untersucht ein Modell, in dem der kurzfristige Zinssatz durch die Offenmarktoperationen der Zentralbank bestimmt wird, wogegen der langfristige Zins sich aus dem gleichgewichtigen Realzins und den Inflationserwartungen zusammensetzt. Für drei verschiedene Szenarien wird die optimale Geldpolitik simuliert.

Neben den wissenschaftlichen Vorträgen fanden noch zwei Diskussionen über aktuelle Fragen der Wirtschaftspolitik statt. *Andrew Crockett*, Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, sprach über Finanzinnovationen und deren Auswirkungen auf die Geldpolitik und die Rolle der Zentralbanken. Es besteht die Gefahr, daß bei fortschreitender Integration der Finanzmärkte Störungen sich schneller von einem Markt auf andere übertragen. Auf der anderen Seite bewirken effizientere Märkte ein reibungsloses Abwickeln großer Handelsvolumina und tragen damit zu einer Glättung der Kursentwicklung bei. Neue Finanzprodukte ermöglichen es, Risiken aufzuteilen und einzeln zu versichern. Das starke Wachstum des Geschäftes mit Derivaten läßt befürchten, daß weite Geldmengenaggregate ihre Aussagekraft für die

Geldpolitik verlieren können. Außerdem stellen sich den Zentralbanken neue Aufgaben in bezug auf die Überwachung von systematischen Risiken im Finanzsektor.

*Paolo Savona*, bis zur Wahl im März 1994 Industrieminister in Italien, erläuterte Ziele und Maßnahmen der italienischen Wirtschaftspolitik. Italien befindet sich aufgrund von Fehlentwicklungen in der Vergangenheit in einer wirtschaftlichen Ungleichgewichtssituation, die durch hohe Staatsschulden und das Budget belastende Zinsverpflichtungen sowie einen ineffizienten Staatssektor mit zu vielen Beschäftigten gekennzeichnet ist. Zum Zeitpunkt der Machtübernahme stand die Regierung vor dem Problem, einen wirtschaftlichen Gleichgewichtspfad zu erreichen, wobei aus institutionellen und politischen Zwängen heraus nur ein sehr geringer Spielraum vorhanden war. Zusätzlich war abzusehen, daß sie nur etwa ein Jahr im Amt bleiben würde. In diesem Zeitraum hat die Deregulierung erhebliche Fortschritte gemacht. Mit den Gewerkschaften wurde ein Lohnstop vereinbart, so daß die Abwertung der Lira im Herbst 1992 exportwirksam werden konnte. Einige große Staatsunternehmen wurden privatisiert. Durch Glaubwürdigkeitsgewinne sank der Zins und entlastete das Budget. Trotzdem bleibt das Problem hoher Arbeitslosigkeit und einer „Versorgungsmentalität“ der Italiener bestehen. Es ist zwar ein Anfang auf eine gleichgewichtige Entwicklung hin gemacht worden, aber es ist nicht klar, ob die neue Regierung diese Politik fortsetzen wird.