

## **Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1995**

Von Katrin Wesche, Bonn

Das 26. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 13. bis 16. Juni auf der Insel Reichenau statt. Es wurde von *Manfred J. M. Neumann* (Bonn) organisiert. Neben der Präsentation von Forschungsergebnissen aus dem Gebiet der Geldpolitik und Geldtheorie fanden auch Diskussionen über die Arbeit des Internationalen Währungsfonds und die bevorstehende Regierungskonferenz der Europäischen Union statt.

*Allan H. Meltzer* und *Robert H. Rasche* griffen mit „The Demand for Money: The Time Series Revisited“ ein Thema aus früheren Arbeiten wieder auf. Anhand von Daten von 1900 bis 1990 wurden verschiedene Spezifikationen der Geldnachfrage aus der Literatur überprüft. Generell ergibt sich, daß Geldnachfrageschätzungen bessere Ergebnisse bringen, wenn man einen langfristigen Zins und Vermögen oder permanentes Einkommen als erklärende Variable einbezieht. Diese Spezifikation steht im Gegensatz zur Keynesianischen Theorie, die davon ausgeht, daß die Nachfrage nach Realkasse durch das laufende Einkommen und einen kurzfristigen Zinssatz bestimmt wird. Die Autoren teilen den Untersuchungszeitraum in zwei Teilperioden auf und stellen fest, daß seit den sechziger Jahren die Zinselastizität sowie die Einkommenselastizität der Geldnachfrage gesunken sind. Bei der Betrachtung der Stabilität der Geldnachfrage wird zwischen permanenten und transitorischen Einflüssen unterschieden. Während permanente Schocks das Niveau der Realkasse dauerhaft verändern, gibt es keine Anzeichen für die anhaltende Wirkung von Schocks auf die Wachstumsrate der Geldnachfrage.

Betrachtet man die Kovarianzen zwischen kurzfristigen Zinsen und monetären Aggregaten für die Vereinigten Staaten, so ergibt sich ein negativer Zusammenhang zwischen Zins und Bankreserven, aber eine positive Korrelation zwischen dem Zins und der Geldmenge M1 bzw. der monetären Basis. *V. V. Chari*, *Lawrence J. Christiano* und *Martin Eichenbaum* versuchen in „Inside Money, Outside Money and Short

Term Interest Rates“ dieses Phänomen zu erklären. Sie entwickeln ein allgemeines Gleichgewichtsmodell, das einen produzierenden Sektor, einen Bankensektor, private Haushalte und die Zentralbank umfaßt. Die positive Korrelation zwischen dem Zins und M1 ist durch die Endogenität der Geldmenge bestimmt. Ein Technologieschock im produzierenden Sektor erhöht den Zins. Dies zieht eine Expansion im Bankensektor nach sich, was eine Erhöhung von M1 bewirkt. Der positive Zusammenhang zwischen dem Zins und der monetären Basis ergibt sich im Modell durch die Reaktion der Zentralbank auf die Technologieschocks. Die negative Korrelation zwischen den Bankreserven und dem Zins ist auf einen Liquiditätseffekt bei der Transmission der Geldpolitik zurückzuführen. Während das Modell zwar die Korrelationen zwischen Zins und monetären Aggregaten sowie zwischen Geldmenge und Output erklären kann, wird der empirisch beobachtete, negative Zusammenhang zwischen Zins und zukünftigem Output nicht reproduziert. Außerdem fällt die Reaktion des Preisniveaus auf eine Geldmengenerhöhung im Vergleich zur Realität zu stark aus.

*Matthew B. Canzoneri* und *Harris Dellas* untersuchen in ihrem Beitrag „Real Interest Rates and Central Bank Operating Procedures“ den Einfluß verschiedener Zentralbankstrategien auf den Realzins und die Variabilität des Preisniveaus. Als mögliche Strategien werden Zinsfixierung, Geldmengensteuerung und Steuerung des nominalen Einkommens betrachtet. Im Rahmen eines Cash-in-Advance-Modells mit stochastischen Schwankungen der Produktivität und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wird gezeigt, daß die Zentralbank das Realzinsniveau beeinflussen kann. Falls sich das Preisniveau antizyklisch entwickelt, enthält der Realzins eine Risikoprämie, da sich dann der Ertrag auf nominale Bonds prozyklisch verhält, was die Anleger veranlaßt, eine Risikoprämie zu fordern. Über die Schwankungen des Preisniveaus beeinflußt die Zentralbankpolitik deshalb auch das Realzinsniveau. Bei der Simulation ergibt sich, daß unter der Annahme hinreichend risikoaverser Anleger die Notenbank der Vereinigten Staaten ein um 40% stabileres Preisniveau und ein um 100 Basispunkte niedrigeres Zinsniveau erreicht hätte, wenn sie statt der Zinsfixierung eine Geldmengenpolitik betrieben hätte.

In „International Macroeconomic Coordination with Alternative Central Bank Constitutions: Will EMU Come About?“ untersuchte *Manfred J. M. Neumann* den Nutzen von Politikkoordination in einem Zweiländer-Modell. Die Länder unterscheiden sich hinsichtlich der Unabhängigkeit ihrer Zentralbanken. Das Land mit der abhängigen Zentralbank kann Seigniorage nutzen, um die Staatsausgaben zu finanzie-

ren, und kommt deshalb mit einem niedrigeren Steuersatz aus. Differenzen in den Steuersätzen induzieren Kapitalverlagerungen und damit Outputgewinne in dem Land mit den niedrigeren Steuern. Es werden drei verschiedene Regimes untersucht: vollkommen unabhängige Politikgestaltung, Koordination der Geldpolitik anhand eines Wechselkursabkommens wie dem Europäischen Währungssystem und eine Europäische Währungsunion mit einer unabhängigen Zentralbank. Bei Koordination der Geldpolitik über ein Wechselkursabkommen muß das Land mit der abhängigen Zentralbank das Geldmengenwachstum senken. Um die Finanzierung der Staatsausgaben sicherzustellen, muß es gleichzeitig die Steuern erhöhen und Outputverluste im Vergleich zur Situation mit völlig unabhängiger Politikgestaltung hinnehmen. Bei Bildung einer Währungsunion setzt die unabhängige Zentralbank das Geldmengenwachstum noch niedriger, was die Verluste des Hochinflationslandes noch weiter erhöht. Das Land mit der unabhängigen Zentralbank zieht die Währungsunion dagegen der Situation mit unabhängiger Politikgestaltung vor. In der Literatur wurden bisher vor allem die Vorteile des Europäischen Währungssystems für Hochinflationsländer durch den Import der Glaubwürdigkeit der Deutschen Bundesbank betont. Dieses Modell kann dagegen begründen, weshalb Deutschland einen Nutzen aus der Währungsunion zieht.

Es ist bekannt, daß das Ziel der Preisstabilität besser verwirklicht werden kann, wenn die Zentralbank unabhängig ist. Auf der anderen Seite soll die Zentralbank aber auch auf reale Schocks reagieren. *Sylvester Eijffinger* und *Eric Schaling* leiten in ihrem Beitrag „Optimal Commitment in an Open Economy: Credibility vs. Flexibility“ den optimalen Grad der Unabhängigkeit für die Zentralbank her. Eine Zentralbank sollte um so unabhängiger sein, je höher die natürliche Arbeitslosenquote, je höher der Offenheitsgrad der Volkswirtschaft und je höher der Nutzen einer Inflationsüberraschung ist. Eine geringe Varianz von realem Wechselkurs und Produktivitätsschocks sowie eine geringe Inflationsaversion in der Gesellschaft sprechen dagegen für eine stärkere Abhängigkeit der Zentralbank von der Regierung. In der empirischen Analyse wird der Einfluß dieser Variablen getestet und mit Hilfe von Indizes der Zentralbankunabhängigkeit die Abweichung der tatsächlichen von der optimalen Unabhängigkeit berechnet. Während die Zentralbanken von Australien, Norwegen, Schweden und Großbritannien nicht unabhängig genug sind, ergibt diese Untersuchung, daß die Zentralbanken von Deutschland und der Schweiz im Vergleich zum Optimum zu unabhängig sind.

Es wird oft argumentiert, daß eine Bindung des Wechselkurses an die Deutsche Mark dem betreffenden Land eine höhere Glaubwürdigkeit für die Geldpolitik einbringt. *Berthold Herrendorf* ging dieser Argumentation in „Exchange Rate Pegging, Transparency and Imports of Credibility“ auf den Grund. Höhere Kosten durch den Bruch eines internationalen Vertrages werden dabei nicht als Begründung für die Wahl einer Wechselkursbindung akzeptiert, da Länder wie z.B. Österreich erfolgreich eine einseitige Wechselkursfixierung betrieben haben. Im Modell liegen die Vorteile der Wechselkursbindung in der besseren Beobachtbarkeit des Zieles. Während die Inflationsrate neben der Geldpolitik auch noch von realen Produktivitätsschocks bestimmt wird, ist der Wechselkurs direkt durch die Regierung kontrollierbar. Die Wirtschaftssubjekte können deshalb anhand des Wechselkurses erkennen, ob die Regierung sich an ihr Inflationsziel hält oder ob sie versucht, durch Geldmengenerweiterung die Beschäftigung zu erhöhen. Über die Beobachtung der Inflationsrate kann nur mit Unsicherheit auf das Verhalten der Regierung geschlossen werden, da als Ursache exogene Schocks oder höheres Geldmengenwachstum in Frage kommen. Die Fixierung des Wechselkurses ist vorteilhaft, falls sich die Produktivitätsschocks des Inlandes nur wenig von denen des Auslandes unterscheiden. Hierbei wird allerdings angenommen, daß die Regierung die Geldpolitik dem Wechselkursziel unterordnet, so daß es nicht zu Konflikten zwischen der Geldpolitik und der langfristigen Aufrechterhaltung der Wechselkursbindung kommt, so wie es im Europäischen Währungssystem der Fall war.

*George M. von Furstenberg* und *Michele Fratianni* gaben mit „International Capital Mobility: Cui Bono?“ einen Überblick über Ursachen und Auswirkungen von internationalen Kapitalbewegungen. Innerhalb des letzten Jahrzehnts haben der Abbau von Kapitalkontrollen und die zunehmende Integration der Finanzmärkte zu hohen Kapitalströmen geführt. Kapitalmobilität ist aber kein Wert an sich, sondern muß unter dem Gesichtspunkt des Nutzens für die betroffenen Länder betrachtet werden. Im Rahmen einer Wachstumstheorie werden deshalb Gleichgewichtszustände mit und ohne Kapitalmobilität verglichen und die Gewinne berechnet, die den einzelnen Ländern durch die Öffnung der Kapitalmärkte entstehen. Im Gegensatz zur Theorie ist in der Realität aber kein starker Kapitalstrom in die wenig entwickelten Länder zu beobachten. Dies kann durch das Auseinanderfallen von privater und sozialer Ertragsrate von Investitionsprojekten erklärt werden. Die soziale Ertragsrate mißt den Nutzen, den eine Investition einer Volkswirtschaft bringt, während die private Ertragsrate den Gewinn darstellt,

der dem Investor zufließt und der letztlich bei der Investitionsentscheidung ausschlaggebend ist. Während beide Raten in Industrieländern relativ dicht beieinander liegen, besteht in Entwicklungsländern eine hohe Diskrepanz. Die Differenz zwischen der sozialen Ertragsrate auf Investitionen und dem Zins auf risikofreie Spareinlagen wird deshalb als Maß für den Entwicklungsstand der Finanzmärkte vorgeschlagen.

*Michael Mussa*, Economic Counsellor des International Monetary Fund, stellte in der Politikdiskussion den Währungsfonds und seine Aufgaben vor. Im Gegensatz zur Weltbank, die sich in der Entwicklungshilfe engagiert, besteht die Aufgabe des Fonds darin, Ländern mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten kurzfristig Kredite zur Verfügung zu stellen. Weitere Aufgabengebiete des Währungsfonds sind die Politikberatung im Hinblick auf makroökonomische Fragen und die Überwachung des Weltwährungssystems. Der Fonds war ursprünglich mit dem Ziel gegründet worden, die vorübergehende Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten zu ermöglichen, die durch die Aufrechterhaltung fester Wechselkurse entstanden. Nach dem Zusammenbruch des Wechselkurssystems von Bretton Woods änderte sich die Lage für den Fonds. Seit fast 20 Jahren gehören die Industrieländer nicht mehr zu den Kreditnehmern, sondern der Fonds leiht hauptsächlich an Entwicklungsländer, die keinen Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Im Gegenzug zur Kreditgewährung verpflichten sich die Länder, Stabilisierungsprogramme durchzusetzen und makroökonomische Fehlentwicklungen zu korrigieren. Der Kreditvergabe durch den Fonds kommt damit eine Signalwirkung für die privaten Kapitalgeber zu, d.h., wenn der Währungsfonds einem Land Kredite bewilligt, sind auch private Investoren bereit, Kapital in das betreffende Land zu importieren. Dadurch kann sich ein Zielkonflikt zwischen den verschiedenen Aufgaben des Fonds entwickeln. Bei größeren Engagements ist der Fonds bemüht, die privaten Kapitalgeber im Land zu halten, und wird deshalb nicht rechtzeitig genug auf sich anbahnende Fehlentwicklungen aufmerksam machen.

Die zweite Diskussionsrunde befaßte sich unter dem Titel „What constitution for Europe?“ mit dem Thema Europäische Einigung. Im Hinblick auf die zukünftige Gestaltung der Europäischen Union gibt es noch viele offene Fragen. Es gilt, eine flexible Struktur für die europäische Zusammenarbeit zu entwickeln, die sowohl eine Erweiterung der Europäischen Union um die osteuropäischen Länder als auch eine Vertiefung der Zusammenarbeit in Form einer Währungsunion oder gar einer Politischen Union zuläßt. Eine mögliche Lösung wäre die Vereinbarung von bestimmten Mindestanforderungen hinsichtlich Warenaustausch und

Wettbewerbsbedingungen, die jeder Mitgliedsstaat erfüllen muß, wobei es einzelnen Mitgliedsländern freigestellt bleibt, weitergehende Formen der Zusammenarbeit zu vereinbaren. Während in der Politik die Festlegung des Erreichten oft als Argument für das Vorantreiben der Integration genannt wird, wurde unter den Ökonomen eher die Auffassung vertreten, daß ein vorschneller Übergang zu einer Währungsunion oder einer Politischen Union die Gefahr von Konflikten in sich birgt oder gar das Auseinanderbrechen Europas zur Folge haben könnte. Ebenfalls offen ist, ob Europa als Föderalstaat oder als Staatenbund gestaltet werden soll. Diese Frage berührt sowohl die Existenz einer europäischen Staatsbürgerschaft als auch die Rechte und Kompetenzen der Zentralregierung.