

## Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy

Von Roland Schmidt, Bonn

Vom 23. bis 26. Mai fand das 20. Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Policy statt, das von *Manfred J. M. Neumann* (Bonn) organisiert wurde. Das Seminar stand ganz im Zeichen der zunehmenden internationalen Integration. Dabei wurde sowohl die Rolle der Finanzmärkte als auch die der politischen Entscheidungsträger diskutiert. Einer der Höhepunkte war ein offener Meinungsaustausch mit Vertretern der Zentralbanken. Dieser wird nach der Vorstellung der Referate kurz wiedergegeben.

„International Dependence of Stock Markets and Exchange Rate Movements“, *Hans Genberg*, Geneva Institute of Advanced Studies und *Jagdeep S. Bandhari*, IMF.

Die internationalen Aktienmärkte erfreuen sich spätestens seit Oktober 1987 allgemeinen Interesses. Vom Crash wurden Auswirkungen sowohl auf die Konsumausgaben der Haushalte als auch auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen erwartet. Unerwartet für die Experten war jedoch die Parallelität an den verschiedenen internationalen Börsen.

*Genberg* und *Bandhari* untersuchten deshalb, inwieweit die Aktienkurse durch globale (weltweite) bzw. lokale (nationale) Faktoren beeinflusst werden und ob eine Börse (etwa Wall Street) kausal auf andere wirkt.

Indem sie die realen Aktienindizes aufeinander regressierten, fanden die Autoren einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen den nationalen Börsen (die verwandten Indizes wiesen keine gemeinsamen Börsenwerte auf). Stieg etwa der deutsche Aktienindex um real 1 Prozent, so hatte gleichzeitig der Dow Jones Index durchschnittlich 0.41 Prozent zugelegt. Die geringe Korrelation ( $R^2$  von 0.16) machte jedoch deutlich, daß lokale Einflüsse dominieren.

Die Autoren untersuchten dann mit Hilfe eines Kausalitätstests, ob es Anzeichen für die Dominanz eines Finanzplatzes gibt. Sie erhielten dafür jedoch nur wenige Hinweise. Schocks haben, sofern sie lokalen Ursprungs sind, auch nur lokale Auswirkungen (ob dieses Resultat durch die Wahl von Monatsdaten bedingt ist, sei dahingestellt).

Der Zusammenhang zwischen den relativen Aktienindizes und dem zugehörigen realen Wechselkurs war uneinheitlich. *Genberg* und *Bandhari* versuchten dies in einem Modell dadurch zu erklären, daß mal reale, mal monetäre Schocks die Volkswirtschaft treffen.

„International Economic Policy Coordination: Rationale, Mechanisms, and Effects“, *Jacob A. Frenkel, Morris Goldstein* und *Paul R. Masson*, IMF.

Die starken Schwankungen des Dollarkurses und der Zinssätze auf der einen, der Staatsdefizite und Geldmengenwachstumsraten auf der anderen Seite ließ immer wieder die Frage aufkommen, ob die politischen Instrumente die Instabilität der endogenen Variablen verursacht haben. Oder können aktive Geld- und Fiskalpolitik stabilisierend wirken?

Die drei Autoren stellten mit Hilfe des MULTIMOD – Simulationsmodells des IWF zunächst fest, daß die genannten Instrumente im wesentlichen in Reaktion auf exogene Schocks (Ölpreise) schwankten und weniger Quelle von Schocks waren.

Die Chancen, mittels Geldpolitik stabilisierend auf reale Größen wie Sozialprodukt und realen Wechselkurs zu wirken, erwiesen sich als gering, sofern ihre Effekte antizipiert wurden. Im Gegensatz dazu war Fiskalpolitik effektiv. Die Autoren schränkten jedoch ein, daß Staatsausgabenpolitik aufgrund langatmiger Entscheidungsprozesse nur verzögert wirken und damit ihr Ziel verfehlen könne.

„The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation“, *Charles Wyplosz*, INSEAD und *Daniel Cohen*, CEPREMAP Paris.

Das Europäische Währungssystem (EWS) wird gemeinhin als wesentlicher Schritt zur Europäischen Währungsunion (EWU) verstanden. So erfolgreich das EWS auch gewesen sein mag, eine noch stärkere monetäre Integration bis hin zur EWU ist nicht eo ipso wünschenswert.

*Cohen* und *Wyplosz* verglichen das EWS und eine EWU hinsichtlich ihrer Fähigkeit, Schocks abzufangen. In ihrem Modell wurden zwei Wirtschaftsblöcke (USA, Europa) unterschieden, wobei der letzte in zwei Länder (Frankreich, Deutschland) zerfiel.

In der traditionellen Literatur wird zwischen symmetrischen und asymmetrischen Schocks differenziert. Bei einem symmetrischen, negativen Schock in Europa verhindert die EWU einen Deflationswettbewerb zwischen den Europäern, da eine reale Abwertung nurmehr gegenüber den USA möglich ist. Ist der Schock dagegen asymmetrisch, so steht eine EWU angesichts gezwungenermaßen gleicher Inflationsraten einer angemessenen (asymme-

trischen) Stabilisierung im Wege. Die monetäre Angleichung zu intensivieren macht also um so weniger Sinn, je asymmetrischer die Schocks sind.

*Wyplosz* und *Cohen* wiesen nun auf ein Handikap der EWU auch bei symmetrischen Schocks hin. Bei vollständiger Integration profitiert jedes europäische Land von stabilitätspolitischen Maßnahmen des anderen, mit der Folge, daß sich in Europa eine Trittbrettfahrermentalität breitmacht. Infolgedessen kommt es bei einem symmetrischen, transitorischen Schock zu unzureichender Stabilisierung. Einen Ausweg aus diesem Dilemma weist natürlich die Kooperation in fiskalpolitischen Fragen; deren Chancen beurteilten die Autoren jedoch eher pessimistisch.

„The European Monetary System: Does it Achieve its Aims?“, *Patrick Minford*, Liverpool University und *Andrew H. Hallet*, University of Newcastle-upon-Tyne.

Als *Giscard d'Estaing* und *Helmut Schmidt* 1979 das EWS aus der Taufe hoben, verfolgten sie die folgenden Ziele:

1. geringeres Wechselkursrisiko,
2. mehr Preisdisziplin,
3. den Weg zur EWU mit ihren geringeren Transaktionskosten zu ebnen und
4. „beggar-thy-neighbor policies“ mittels Wechselkurspolitik zu verhindern.

*Minford* und *Hallet* wollten den Erfolg des EWS hinsichtlich dieser Ziele prüfen. Anstatt die beobachteten Inflationsraten und realen Wechselkurse zu analysieren, verwandten sie Simulationsdaten. Diese erhielten sie mit Hilfe des Liverpool World Models, das die neun wichtigsten Länder umfaßt und die Ökonomie bei rationalen Erwartungen, vollkommener Kapitalmobilität und Arbeitsmarkträumung beschreibt. Die Autoren fanden, daß

1. das EWS das Wechselkursrisiko kurzfristig auf Kosten verringerten Sozialprodukts reduziert,
2. die Preisdisziplin nur dadurch erhöht wird, daß im EWS Geldpolitik stärker destabilisierend wirkt und dadurch von ihrem Gebrauch abgeschreckt wird,
3. das EWS einen Schritt zur EWU darstellt, indem es die Konvergenz auf kostenträchtige Weise stärkt und
4. daß es in toto zu Wohlfahrtsverlusten der EWS-Länder (außer der Bundesrepublik als  $n + 1$ -tes Land) im Vergleich zu flexiblen Wechselkursen kommt.

In der anschließenden Diskussion wurde kritisch angemerkt, daß *Minford* und *Hallet* in ihrer Interpretation der *Lucas*-Kritik nicht Rechnung trügen. Auch störte viele, daß in den Simulationen expansive Geldpolitik in Italien

das dortige Einkommen senkte – wo doch der italienische Staat bisher wirklich nicht mit Deflationsprogrammen aufgefallen ist.

„Uncertainty and the Choice of Instruments in a Two-Country Monetary Policy Game“, *Dale W. Henderson*, Georgetown University, *Zhu Ning*, Georgetown University.

Aus der Duopoltheorie ist das Phänomen der Mehrfachgleichgewichte bei nichtkooperativem Verhalten unter Unsicherheit bekannt: Das Gleichgewicht hängt davon ab, ob Mengen (Nash) oder Preise (Bertrand) als strategische Variablen dienen. Bei linearen Modellen führt die Berücksichtigung von Unsicherheit jedoch zu einem eindeutigen Gleichgewicht.

Auch in der monetären Außenwirtschaft hängt die nichtkooperative Lösung bei Sicherheit davon ab, ob die Zentralbanken Geldmengen- oder Zinspolitik betreiben.

*Henderson* und *Ning* hofften, durch Hinzufügen additiver Störterme auch hier die Anzahl der Gleichgewichte auf eins reduzieren zu können.

Die von ihnen berücksichtigten Schocks betrafen die weltweite Produktivitätsentwicklung, die Geldumlaufgeschwindigkeit und die Präferenzen für ausländische Güter. Entwickelt sich die Technologie stochastisch, so ist das resultierende Gleichgewicht tatsächlich eindeutig. Bei den beiden anderen Schocktypen ist dies nur unter Restriktionen der Fall. Diese sind bei hinreichend starker Präferenz der Politiker für höhere Beschäftigung erfüllt.

„The Political Economy of the International Monetary Fund: A Public Choice Analysis“, *Roland Vaubel*, Universität Mannheim.

Der Public Choice-Ansatz erfreut sich großer Beliebtheit, soweit das Verhalten von Politikern beschrieben werden soll.

*Vaubel* begab sich auf die Suche nach ähnlicher Evidenz bei einer internationalen Organisation, dem IWF. Er beschäftigte sich mit dessen Kreditvergabe und deren Bedingungen.

Die beiden wesentlichen Gruppen beim IWF sind die Politiker (die Finanzminister bilden das oberste Gremium, den Gouverneursrat), die an Macht und Prestige interessiert sind und andererseits die Bürokraten, die ihre Ressourcen zu mehren suchen.

*Vaubel* zeigte, daß das Verhalten des IWF bei der Mittelvergabe, aber auch die Anhebung des eigenen Personalbestandes, die Einladung der Finanzminister zwecks bedeutsamer Fernsehreden oder von Ökonomen zur Sicherung deren Wohlwollens mit dem Public Choice-Ansatz erklärt werden kann.

In der anschließenden Diskussion ging es darum, ob der IWF heute überhaupt noch eine positive Rolle spielen kann. Seine Aktivitäten bei der Bewältigung der Schuldenkrise Lateinamerikas wurden auf ein mangelndes Vertrauen in die Marktkräfte zurückgeführt. Ein Schuldennachlaß durch Banken sei nur bei koordiniertem Handeln möglich, da andernfalls jede Bank auf Erleichterungen anderer warte. Der IWF mit seinen Kontakten zu den Schuldnerländern und Gläubigern könne neben dem Pariser Club ein Forum für diesbetreffende Verhandlungen sein. Bei Kreditvergünstigungen aus humanitären Gründen seien ohnehin die Finanzminister (oder genauer die Steuerzahler) gefragt. Hier könne man nicht auf den Markt setzen.

„Real and Monetary Influences in the Great Depression“, *Michael Parkin*, University of Western Ontario.

Die Depression 1929 - 33 mit ihren zum Teil fatalen Auswirkungen auf die politische Landschaft ist nach wie vor ein harter Prüfstein für jede ökonomische Theorie.

Keynesianer können auf den starken Fall der Investitionen und des Konsums als Ursache der Rezession verweisen. Monetaristen befragen ihre Quantitätstheorie und kommen zu dem Schluß, daß das verringerte Geldangebot Grund der Misere gewesen sein muß. Beiden Erklärungen gemeinsam ist die der Nachfrageseite zugemessene Bedeutung.

Aus dem Rennen schien die klassische Erklärung. Der beobachtete Anstieg des durchschnittlichen Reallohns ist schwer verträglich mit Arbeitsmarkträumung in einer Rezession.

*Parkin* fand jedoch heraus, daß die Reallöhne sowohl für qualifizierte als auch für unqualifizierte Arbeit gefallen waren, ihr Durchschnitt nur aufgrund einer Verschiebung in ihren Anteilen zugunsten qualifizierter Arbeit gestiegen war. Diese Beobachtung deutet auf einen Technologieschock zuungunsten der Unqualifizierten hin, ein typisch klassisches Phänomen. Die Klassiker sind somit wieder im Rennen.

Diskussion zum Thema „International Monetary Cooperation: Do We Need It and in Which Way?“ mit *Marcus Lusser* (Präsident der Schweizerischen Nationalbank), *Helmut Schlesinger* (Vizepräsident der Deutschen Bundesbank) und *Yoshio Suzuki* (Executive Director of the Bank of Japan).

Ist internationale Kooperation in Fragen der Geldpolitik sinnvoll, ist sie überhaupt erreichbar? – zu diesen Fragen trug zunächst *Lusser* seine Gedanken vor. Kooperation habe ihren Platz in der heutigen Welt. Nur, Wunder dürfe man von ihr nicht erwarten. Was gut für die USA sei, müsse es nicht zwangsläufig für die Schweiz sein. Jedes Land brauche also für seine Probleme seine eigene Medizin.

Trotzdem könne mitunter gemeinsames Handeln, etwa bei Interventionen an den Devisenmärkten, sinnvoller sein als isoliertes, da das dadurch gesetzte Signal glaubwürdiger sei.

.Gefahr drohe einer sinnvollen Koordination durch Politiker, die über kurzfristige Erfolge gerne die langfristigen Ziele vergessen.

*Lusser* hob besonders die Rolle des Informationsaustauschs hervor. Wenn erstmal die Entscheidungsträger aufgrund gemeinsamer Informationen, auch über die Interessen anderer Länder, handelten, wäre schon viel gewonnen.

*Schlesinger* machte in seinem Vortrag zunächst klar, daß Koordination ein Faktum ist. Sowohl beim Kampf gegen den Protektionismus im GATT, bei Realignments im EWS wie auch bei der Festlegung allgemeiner Bilanzierungsregeln der Banken im Rahmen der BIZ sei koordiniertes Handeln unerlässlich.

In der Geldpolitik seien Absprachen geeignet, einen Zinswettlauf zwischen den Währungen zu verhindern. Auch die bestehenden internationalen Ungleichgewichte riefen gerade nach Koordination.

Wenngleich er einen erneuten Anstieg des Dollarkurses für unangebracht hielt, lehnte *Schlesinger* eine Fixierung des Dollarkurses genauso ab wie Zielzonen. Das letzte Wort solle immer der Markt haben.

Wenig freundliche Worte fand *Suzuki* für das amerikanische Budgetdefizit. Die Rufe nach koordinierter Geldpolitik würden verstummen wenn die USA zu einer soliden Finanzpolitik zurückfänden. Versuche, den Dollarkurs zu stabilisieren führten nur dazu, daß die USA ihre Defizitpolitik fortsetzen könnten. Geldpolitik, so *Suzuki*, darf kein Ersatz für die Korrektur einer falschen Fiskalpolitik sein.

In der anschließenden Diskussion waren sich die Teilnehmer einig, daß ein verringertes US-Staatsdefizit von großer Bedeutung für die Stabilität an den Devisenmärkten wäre und daß die Preisniveaustabilität nicht auf dem Altar der Koordination geopfert werden dürfe.

Der Bericht vom Konstanzer Seminar wäre nicht vollständig, wenn nicht an das Gedenken an den wenige Tage vor Seminarbeginn verstorbenen Gründungsvater *Karl Brunner* erinnert würde. Wohl auch, oder gerade in dessen Sinne wird das Konstanzer Seminar nächstes Jahr fortgesetzt.

## **Zusammenfassung**

### **Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy**

Das diesjährige 20. Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy beschäftigte sich schwerpunktmäßig mit den Folgen der zunehmenden monetären Integration der Volkswirtschaften. Ein Meinungsaustausch mit Vertretern von Zentralbanken rundete das Programm ab. Der Bericht faßt die Ergebnisse der vorgetragenen Studien und die Diskussionen zusammen.

## **Summary**

### **Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy**

The 20th Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy dealt with the impacts of the especially in Europe prevailing increase in monetary integration. A panel discussion on monetary cooperation with representatives of several central banks supplemented the program. This report summarizes the papers, and presents the discussions.

## **Résumé**

### **La séminaire Constance sur la théorie monétaire et la politique monétaire**

Le 20ème séminaire de Constance sur la théorie monétaire et la politique monétaire, qui s'est tenu cette année, s'est principalement concentré sur les conséquences de l'intégration monétaire accrue des économies nationales. Le programme fut complété par une discussion avec des représentants des banques centrales. Cet article résume les résultats des études présentées et des discussions.