

## **Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy 1993**

Von Katrin Stieler, Bonn

Vom 8. bis 11. Juni 1993 fand das 24. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik statt. Es wurde, wie in den vorangegangenen Jahren, von Manfred J. M. Neumann (Bonn) organisiert.

Die Schwerpunkte des Seminars lagen in diesem Jahr auf Fragen der Zentralbankpolitik und der Auswirkungen des Europäischen Währungssystems. Über die Verfassung und die Kompetenzen der tschechischen Nationalbank informierte deren Präsident, Josef Tosovsky. Laut Tosovsky kann man die tschechische Zentralbank als die unabhängigste Zentralbank der Welt bezeichnen, da sie die Wechselkurskompetenz besitzt und keiner Verpflichtung zur Unterstützung der Regierungspolitik unterliegt. Dem Gesetz nach ist die Zentralbank nur zu Wahrung der Geldwertstabilität verpflichtet. Spezielle Probleme für die Geldpolitik in der Tschechischen Republik ergeben sich durch den Übergang von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft und durch die Trennung von der Slowakei. Sowohl die Privatisierung als auch die Einführung einer eigenen Währung führten zu Inflationsschocks. Es ist jedoch zu erwarten, daß sich für dieses Jahr eine Inflationsrate von 16 % erreichen läßt.

Der zweite Politikvortrag wurde von Francesco Giavazzi, Staatssekretär am italienischen Finanzministerium, gehalten. Giavazzi berichtete über die wirtschaftliche Entwicklung in Italien seit dem Austritt der Lira aus dem Europäischen Währungssystem (EWS). Durch die starke Abwertung verbesserte sich die Konkurrenzfähigkeit der italienischen Wirtschaft auf den Exportmärkten. Dieser Vorteil wird Italien längere Zeit erhalten bleiben, da sich die Gewerkschaften mit einem 18monatigen Lohnstop einverstanden erklärten. Probleme bereitet weiterhin das hohe Niveau der Staatsverschuldung. Obwohl im letzten Jahr ein Primärüberschuß von 2 % des Bruttosozialprodukts erzielt wurde, reicht dies nicht für den Ausgleich des Budgets. Das Hauptproblem im Staatssektor besteht in der ineffizienten Verwendung der Mittel. Giavazzi plädierte für eine Dezentralisierung der fiskalischen Strukturen, denn nur durch

Budgetverantwortlichkeit der Regionen ließe sich die Verschwendung von öffentlichen Geldern eindämmen.

Im Anschluß an die beiden Politikvorträge wurden wissenschaftliche Forschungsarbeiten vorgestellt und diskutiert. Die ersten beiden Referate befaßten sich mit dem Thema „Zentralbanken“. In dem Aufsatz „Designing Institutions for Monetary Stability“ beschäftigten sich Torsten Persson (Institute for International Economic Studies) und Guido Tabellini (Universität Brescia) mit der Frage, wie Zentralbanken organisiert sein sollten, damit einerseits eine möglichst niedrige Inflationsrate gewählt wird und andererseits Raum für eine Stabilisierung des Outputs im Falle von unvorhergesehenen Schocks bleibt. Im Gegensatz zu der allgemein üblichen Untersuchung der Zentralbankgesetzgebung wählten sie einen vertragstheoretischen Ansatz. Der optimale Vertrag für einen Zentralbankgouverneur beinhaltet eine Bestrafung, die in linearer Form von der realisierten Inflationsrate abhängt. Auf diese Weise läßt sich das Vorgehen in Neuseeland, wo der Zentralbank explizit Inflationsziele vorgegeben sind, theoretisch begründen. Auch die Ankündigung von Geldmengenzielen, wie sie die Deutsche Bundesbank vornimmt, läßt sich vertragstheoretisch damit erklären, daß dieses Ziel den Referenzwert darstellt, an dem sich die Zentralbank am Ende der Periode messen lassen muß.

Susanne Lohmann (Stanford University) untersuchte „Political Business Cycles in a Federal System: West Germany, 1960 - 1989“. Politische Konjunkturzyklen entstehen dadurch, daß kurz vor einer Wahl die regierende Partei eine expansive Geldpolitik betreibt, um einen wirtschaftlichen Aufschwung zu erzeugen, der ihre Popularität erhöht. Eine alternative Theorie besagt, daß konservative Parteien zu einer restriktiven Geldpolitik tendieren, während linke Parteien ein höheres Geldmengenzuwachstum bevorzugen. Es käme demnach immer nach einem Machtwechsel zu einer Änderung der Geldpolitik. Bei der empirischen Überprüfung dieser beiden Theorien muß man nun berücksichtigen, daß sich der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank aus dem Direktorium und den Landeszentralbankpräsidenten zusammensetzt. Die Mitglieder des Direktoriums werden von der Bundesregierung nominiert, während die Landeszentralbankpräsidenten durch die Landesregierungen vorgeschlagen und vom Bundestag nominiert werden. Da außerdem die Amtszeiten der Mitglieder des Zentralbankrats nicht mit den Legislaturperioden zusammenfallen, muß eine Bundestagswahl deshalb keinen Wechsel der Mehrheit im Zentralbankrat bedeuten, bzw. umgekehrt können sich die Mehrheitsverhältnisse im Zentralbankrat ändern, ohne daß bundesweite

Wahlen stattgefunden haben. Unter Berücksichtigung der Zusammensetzung des Zentralbankrates gelangt Lohmann zu dem Ergebnis, daß ein höheres Geldmengenwachstum vor nationalen Wahlen zu beobachten ist, wenn die Bundesregierung von einer entsprechenden Mehrheit im Zentralbankrat unterstützt wird. Für die Abhängigkeit der Geldpolitik von der politischen Richtung der regierenden Partei ergibt sich keine Bestätigung.

Mit der Geldnachfrage in der Schweiz beschäftigte sich Michel Peytrignet (Schweizer Nationalbank) in seinem Vortrag „Swiss Monetary Aggregates: Further Investigations on M1B“. Die von Peytrignet gewählte Geldmenge M1B umfaßt zusätzlich zu M1 noch die Sparguthaben und zeigt in Bezug auf Stabilität bessere Eigenschaften als die offiziellen Aggregate. Zur Erklärung der Geldnachfrage werden der Konsumentenpreisindex, das reale Sozialprodukt und der Zins auf Staatsobligationen herangezogen. Peytrignet untersucht im folgenden die mit der Johansen-Methode geschätzten Kointegrationsvektoren. Die Restriktion der Preiselastizität auf den Wert eins wird akzeptiert, ebenso die Beschränkung der Einkommenselastizität auf eins. Beide Restriktionen zusammen werden jedoch abgelehnt. Es stellt sich heraus, daß der Konsumentenpreisindex die einzige schwach exogene Variable ist, was gegen die Anwendung des Engle-Granger-Verfahrens spricht. Dagegen nimmt die Parameterinstabilität bei der Johansen-Methode zu, so daß auch hier bei der Interpretation der Ergebnisse Vorsicht geboten ist.

Kees G. Koedijk und Clemens J. M. Kool (Rijksuniversiteit Limburg) referierten „Future Inflation and the Information in International Term Structure“. Nach der Theorie der intertemporalen Zinsstruktur bildet sich der langfristige Zinssatz als Durchschnitt der erwarteten Einperioden-Zinssätze. Unter der Annahme, daß die Realzinsstruktur für verschiedene Fälligkeiten im Zeitablauf konstant bleibt, spiegelt die Zinsstruktur die erwarteten Inflationsraten wider. Koedijk und Kool betrachten Zinssätze für Staatsanleihen mit Laufzeiten von ein bis fünf Jahren in sieben Ländern. Im Gegensatz zu früheren Untersuchungen kommen sie zu dem Ergebnis, daß die Zinsstruktur kaum Aufschluß über die zukünftige Inflationsrate gibt. Den Grund dafür sehen Koedijk und Kool in der hohen Variabilität der ex-post Realzinsen Ende der siebziger Jahre. Wird die Zinsstruktur in den U.S.A. in der Regression berücksichtigt, verbessern sich die Ergebnisse für die europäischen Länder erheblich. Man kann daraus schließen, daß die Hypothese einer gleichen Realzinsstruktur in den U.S.A. und Europa besser zutrifft als die Annahme einer im Zeitablauf konstanten Realzinsstruktur.

Die übrigen Referate beschäftigten sich mit der Funktionsweise des Europäischen Währungssystems. Bernhard Herz (Universität Tübingen) stellte die Frage „Monetary (A)Symmetry in Europe: Does the EMS matter?“ Bei einem System fester Wechselkurse bleibt nur einem Land die Möglichkeit erhalten, eine unabhängige Geldpolitik zu betreiben. Alle anderen Teilnehmer müssen ihre Geldpolitik dem Wechselkursziel unterordnen. Das EWS versucht durch eine gleichmäßige Verteilung der Interventionsverpflichtungen dieses Problem symmetrisch zu lösen. Herz geht der Behauptung nach, daß faktisch Deutschland als Zentrum des EWS fungiert und die anderen Länder ihre Geldpolitik nach der deutschen ausrichten. Aufbauend auf dem Mundell-Fleming-Modell für zwei Länder definiert er Asymmetrie folgendermaßen: Das Preisniveau in Deutschland wird nur von der deutschen Geldpolitik, dem inländischen Sozialprodukt und dem Zins im Rest der Welt bestimmt. In den anderen europäischen Ländern hingegen ist die eigene Geldpolitik wirkungslos. Herz kommt zu dem Ergebnis, daß nicht nur die EWS-Länder, sondern auch ein Großteil der EFTA-Länder ihren Wechselkurs zur DM stabilisieren. Allerdings konnten Italien, Spanien und Portugal sich ihre geldpolitische Unabhängigkeit zum Teil durch Kapitalverkehrskontrollen bewahren.

Ebenfalls mit dem EWS beschäftigte sich das Referat von Patrick Minford (University of Liverpool) „The Political Economy of the Exchange Rate Mechanism“. Minford versuchte die überdurchschnittlich hohen Subventionen im verarbeitenden Sektor in den Ländern zu erklären, die in den letzten Jahren im EWS reale Aufwertungen ihres Wechselkurses erlebten. Die Regierung eines solchen Landes sieht sich zwei Zielen gegenüber: die Inflationsrate soll niedrig gehalten werden und gleichzeitig sollen wenig Effizienzverluste durch Subventionierung entstehen. Die Produzenten handelbarer Güter befürworten eine Abwertung, damit sie auf den Auslandsmärkten konkurrenzfähig sind. Es besteht Unsicherheit darüber, ob sie ihre Interessen durchsetzen können. Die Möglichkeit einer Abwertung bewirkt, daß im Mittel eine positive Inflationsrate erwartet wird. Die Gewerkschaften fordern deshalb höhere Löhne, was zu höheren Preisen im Sektor der nichthandelbaren Güter führt. Die Produzenten handelbarer Güter können ihre Preise nicht erhöhen, da der Preis durch den Weltmarkt vorgegeben wird. Zur Erleichterung ihrer wirtschaftlichen Lage verlangen sie daher Subventionen. Die Regierung muß zwischen Abwertung, verbunden mit höherer Inflation oder Subventionierung des produzierenden Sektors wählen.

Axel Weber (Universität Siegen und CEPR) beschäftigte sich mit dem Zusammenhang zwischen Außenhandelsvolumen und Wechselkursvolatilität. In seinem Vortrag „Exchange Rates, Target Zones and International Trade: The Importance of the Policy Making Framework“ geht er dabei auf die Probleme ein, die bei einem System von innerhalb bestimmter Bandbreiten flexiblen Wechselkursen entstehen. Während die Theorie einen negativen Zusammenhang zwischen Handelsvolumen und Wechselkursrisiko vorhersagt, wurde bei empirischen Studien kein solch eindeutiger Zusammenhang gefunden. Weber zeigt, daß bei Existenz von Wechselkursbandbreiten prinzipiell alle möglichen Reaktionen denkbar sind: Der Handel kann positiv, negativ oder gar nicht auf die Wechselkursvolatilität reagieren. Dieses Ergebnis kommt dadurch zustande, daß bei einem glaubwürdigen Wechselkurssystem der Kurs bei Erreichen der oberen Bandbreite sich nur noch in eine Richtung ändern kann. Die Volatilität ist am Rande des Bandes eingeschränkt, woraus folgt, daß das Wechselkursrisiko von der Position des Wechselkurses im Band abhängt. Für die empirische Überprüfung spaltet Weber den Wechselkurs in den Paritätskurs und die Abweichung von der Bandmitte auf. Für kleine offene Volkswirtschaften wie die Niederlande, Belgien und Dänemark beeinflußt die Position des Wechselkurses im Band das Handelsvolumen, während für Italien und Frankreich kein derartiger Zusammenhang festgestellt werden konnte.