
Neustrukturierung der keynesianischen Theorie?

Georg Winckler

1. Zur Themenstellung

Über eine Neustrukturierung der keynesianischen Theorie diskutierten im letzten Jahrzehnt viele Ökonomen in zahlreichen Beiträgen. Anlässe zu dieser Diskussion gab es genug: Die herkömmliche keynesianische Theorie schien unfähig, die Stagflation der siebziger Jahre zu erklären. Sie setzte auf einen aktiven Staat in der Konjunkturpolitik und schien dabei das Problem der Staatsverschuldung zu übersehen. Zudem erlaubte es die keynesianische Aggregatsbetrachtung nicht, Strukturprobleme zu analysieren. In allen diesen Fragen gewannen neoklassische Erklärungen erheblich an politischem Gewicht. So stellte sich die Frage: Welche Zukunft hat der Keynesianismus?

Im folgenden soll auf wirtschaftspolitische Themen nicht eingegangen werden. Meine Ausführungen beziehen sich vielmehr auf eine allgemeinere Ebene, auf die Ebene der Wirtschaftstheorie. Drei Aspekte der laufenden Theoriediskussion werden vor allem behandelt. Alle drei sind bereits in der Themenstellung angedeutet.

(1) Im Vordergrund steht die Situation der sogenannten „*keynesianischen Theorie*“. Der Streit um die „wahre“ Theorie Keynes' oder das in den siebziger Jahren gängige Argumentieren „what Keynes really meant, really“ (Clower-Leijonhufvud 1975, S. 182) ist nicht Gegenstand der Darstellung. Es geht also um die keynesianische Theorie, die seit

* Überarbeitete Fassung eines Vortrags, der am 28. Jänner 1988 vor dem Arbeitskreis Dr. Benedikt Kautsky gehalten wurde. Ich danke K. Neusser und P. Rosner für eine kritische Durchsicht des ursprünglichen Vortragstextes.

1945 die ökonomische Literatur, vor allem in den USA dominierte und als „IS-LM and all that“ bekannt wurde.

Allerdings werden im Abschnitt 2 die Hauptargumente der Theorie von Keynes, nämlich das Marktversagen auf den Arbeits- und Finanzmärkten, mitbehandelt werden, da die Neuentwicklungen der keynesianischen Theorie diese Hauptargumente neu zu begründen scheinen.

(2) Der zweite Aspekt der Themenstellung bezieht sich auf den Begriff „Neustrukturierung“. Die keynesianische Theorie scheint nämlich, besonders in den Beiträgen von *Stiglitz* und angeregt durch die Aussagen der Informationsökonomie, eine neue Struktur gefunden zu haben. Auf diese gilt es einzugehen.

Wegen dieser neuen Struktur ist eine Metapher abzulehnen, die einmal zur Charakterisierung des Theoriestreits zwischen den Ökonomen verwendet wurde. Nach dieser Metapher gleicht dieser Streit dem Wettlauf zwischen Hase und Igel in Grimms Märchen. Der Kluge in diesem Wettlauf ist der Igel, der seine Position nie aufgibt. Der dumme Hase hingegen hetzt hin und her und ist nie der Erste. Klug scheint demnach jene Version des Keynesianismus zu sein, die sich nicht weiterentwickelt, sondern die zuwartet, bis die Theorieentwicklung wieder genau ihre Position erreicht.

Diese Metapher wird jedoch der Dynamik der Wissenschaftsentwicklung in der Ökonomie nicht gerecht. Viele Positionen des „alten“ Keynesianismus (IS-LM-Analyse) sind heute entweder unhaltbar geworden oder erscheinen so verkürzt, daß – z. B. in der Fiskalpolitik – falsche wirtschaftspolitische Schlüsse folgen. Deswegen ist es wichtig, jenes Neue zu begreifen, mit dem gegenwärtig keynesianische Positionen theoretisch begründet werden.

(3) Das führt zum dritten Aspekt der Themenstellung: das Fragezeichen am Ende. Das Fragezeichen steht aus zwei Gründen: Man kann fragen, inwieweit das Neue *noch* eine keynesianische Theorie ist, aber auch, ob das Neue *schon* Struktur genug hat, um als „Theorie“ zu gelten oder als Basis wirtschaftspolitischer Empfehlungen zu dienen.

2. Die Theorie von Keynes in der General Theory: die Hauptargumente

Damit der Ausgangspunkt der nachfolgenden Überlegungen klarer wird, fasse ich die wichtigsten *Annahmen* und die *Hauptaussage* der *Theorie* von Keynes, insbesondere der *General Theory*, wie folgt zusammen.

Zunächst zu den Annahmen:

- a) Das *individuelle Verhalten ist rational*. Gezeigt werden soll, daß *selbst* bei rationalem Verhalten *aller* Individuen gesellschaftlich *irrationale* Zustände wie Massenarbeitslosigkeit entstehen können. Offen ist sicher, wie Keynes Rationalität definiert: „rational“ im Sinn der herkömmlichen Optimierungstheorie oder „reasonable“ im Sinn

der Marshallschen Theorie (vgl. Clower 1975; siehe auch Nermuth 1984).

- b) Die Preise, insbesondere die Güterpreise, sind *flexibel*. Nach Keynes funktioniert die Marktwirtschaft auf den Gütermärkten. Deswegen, aber vor allem aus allgemeinen *theoretischen* und *empirischen* Überlegungen ist die von Barro-Grossman (1971), Benassy (1975), Malinvaud (1977) u. a. begründete Un- oder Quasigleichgewichtstheorie eines Mengentätonnements bei *fixen* Preisen als irrelevante Theorie abzulehnen. Diese Theorie stellt allenfalls eine interessante Weiterentwicklung der *walrasianischen* Gleichgewichtsökonomik dar.
- c) Es herrscht *vollständiger Wettbewerb*. *Verteilungsfragen sind ohne Relevanz* für die Existenz eines Gleichgewichts bei Unterbeschäftigung. Diese Annahmen besagen nicht, der Fall des vollständigen Wettbewerbs spiegle die sogenannte „Realität“ besser wider als der Monopol- oder Oligopolfall. Die Annahmen besagen auch nicht, daß Einkommens- oder Vermögensverteilungen nicht diese oder jene makroökonomische Bedeutung besäßen. Vielmehr sollen diese Annahmen ausschließen, daß unfreiwillige Arbeitslosigkeit *nur* deswegen besteht, *weil* Monopole oder Oligopole die Wirtschaft kontrollieren, oder *weil* wegen spezieller Verteilungen Realkasseneffekte nicht wirken können¹.

Was ist nun die *Hauptaussage* Keynes'?

Meiner Ansicht nach läßt sich die wirtschaftstheoretische Hauptaussage Keynes' in der General Theory so zusammenfassen: In einem (im Sinne Marshalls) *mikroökonomisch explizierbaren* Modell existiert bei vollständigem Wettbewerb mit flexiblen Preisen und rational handelnden Individuen dann Unterbeschäftigung, *wenn zwei zentrale Preise nicht zueinander passen*: Der *Zinssatz* ist – als Folge der Spekulation auf den Finanzmärkten bzw. pessimistischer Ertragserwartungen – relativ zum gegebenen *Nominallohnsatz* zu hoch.

Besonders Leijonhufvud bezeichnete die falsche Relation dieser zwei Preise zueinander als zentral für die Erklärung von unfreiwilliger Arbeitslosigkeit in der Theorie Keynes' (Leijonhufvud 1968, Kap. V:2, insbes. S. 335 ff.; auch Leijonhufvud 1969, S 38 ff.). *Weil* diese zwei zentralen Preise nicht zueinander passen, herrscht ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht. *Deswegen* werden Störungen durch das ökonomische System nicht gedämpft, sondern multiplikatormäßig verstärkt. Für die Multiplikatorwirkung ist nicht die Konstanz der Güterpreise, sondern jene des Nominallohnes ausreichend; es gilt Clowers duale Entscheidungshypothese (vgl. Winckler-Podczek 1984). Eine (nachträgliche) Veränderung des Nominallohnsatzes (im Sinne der komparativen Statik) führt wegen diffuser Erwartungseffekte zu keinem Vollbeschäftigungsgleichgewicht (General Theory, ch. 19).

Wie kann diese theoretische Hauptaussage Keynes erklärt werden? Folgende Argumentationsschritte weist die General Theory von Keynes auf:

- a) Das Ausmaß der Beschäftigung wird in ganz kurzen Periode (von „Markttag“ zu „Markttag“) bei *vorgegebenem Nominallohn* durch die

einzelnen Unternehmen in *Abhängigkeit vom ersten klassischen Gesetz* und von ihren *Erlöserwartungen* bestimmt. Die Arbeitsangebotskurve ist bei Unterbeschäftigung irrelevant².

- b) Falls das Geldangebot hinreichend klein ist und der Zinssatz hinreichend hoch ist (beide Größen sind zunächst exogen), können pessimistische Erlöserwartungen am Gütermarkt im *Gleichgewicht* bestätigt werden (die Konsumnachfrage ist wegen der geringen Kassenbestände, die Investitionsnachfrage wegen des hohen Zinssatzes zu gering). Ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht ist also möglich.
- c) Das Gleichgewicht kann auf den Finanzmärkten bestimmt werden, indem der Zinssatz vorgegeben ist und das Geldangebot variiert wird oder – umgekehrt – indem das Geldangebot gegeben und der Zinssatz variiert wird. Keynes wählte die letztere Variante. Diese Vorgangsweise Keynes führte zu einer umfangreichen Literatur über die verschiedenen Realkasseneffekte (Keynes-Effekte etc.). Ich stimme Leijonhufvud bzw. Kohn (Leijonhufvud 1981 und Kohn 1981) zu, die beide meinten, Keynes hätte seine Theorie plausibler gemacht, wenn er sich für die erste Variante, Exogenität des Zinssatzes und nicht der Geldmenge, entschieden hätte. In der *General Theory* (ch. 12) gibt es darüber hinaus auch Hinweise für die erste Variante: Die Spekulanten legen – im bekannten Beispiel der Schönheitskonkurrenz – den langfristigen Zinssatz fest; der Rest der Wirtschaft muß sich diesem Zinssatz anpassen; eine nachträgliche Variation der Nominallöhne bringt wegen diffuser Effekte wenig, um das Vollbeschäftigungsgleichgewicht wieder zu erlangen.

Man kann daher die Keynesische Theorie so resümieren: Der Zinssatz und der Nominallohnsatz sind gegebene Größen; ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht ist bei einer „falschen“ Relation dieser beiden, für die Wirtschaft so zentralen Preise möglich; nachträgliche Variationen des Nominallohnsatzes bringen wegen diffuser Erwartungseffekte wenig.

Die wirtschaftspolitische Botschaft Keynes' ist bekannt: Nicht so sehr die Geld-, sondern vor allem die Fiskalpolitik kann über zusätzliche Nachfrage Vollbeschäftigung sichern.

3. IS-LM-Schema: ein Interpretationsschema der General Theory und seine Mängel

Die IS-LM-Analyse wurde von Hicks (1937) zur Interpretation der Keynesischen General Theory entwickelt. Sie gibt die Theorie Keynes' nur sehr verkürzt wieder, denn sie enthält nur ein Gut (Ein-Gut-Modell). Die IS-LM-Analyse kann jedoch verallgemeinert werden. Mehrere Güter, deren Preise zueinander flexibel sind (vor allem soll der relative Preis der Investitions- zu den Konsumgütern flexibel sein), können in der IS-LM-Analyse berücksichtigt werden (vgl. Winckler-Podczek 1984). Wegen der Preisflexibilität ist die IS-LM-Analyse allerdings nicht im Zinssatz-Volkseinkommens-Bereich, in der sogenannten (i, Y)-

Ebene, sondern zwischen den Größen Zinssatz und Beschäftigungsvolumen zu entwickeln (vgl. Winckler-Podczeck 1984).

Wird diese Verallgemeinerung vorgenommen, dann trifft die IS-LM-Analyse – meiner Ansicht nach – durchaus das theoretische Hauptanliegen Keynes'. Für Keynes selbst war das Volkseinkommen wegen der Güterpreisflexibilität und damit wegen des Preisindexproblems keine relevante Größe seiner Analyse.

Was jedoch auch im verallgemeinerten IS-LM-Modell zu kurz kommt, ist zweierlei³: *erstens* die Analyse, warum die Nominallöhne vorgegeben sind und wie der Zinssatz von den Spekulanten bzw. den „Wicksellschen Banken“ (Leijonhufvud 1981) determiniert werden. Diese *Erklärungslücke ist deswegen prekär*, da die Neoklassiker zu Recht, z. B. Barro, mangels einer besonderen Begründung meinen, das gesamte Wirtschaftsgeschehen – als auch den Arbeits- und den Finanzmarkt – einer allgemeinen Gleichgewichtsanalyse unterziehen zu können⁴.

Hier setzt nun der Beitrag der „neuen“ Keynesianer wie Stiglitz, Akerlof und anderer zur Verteidigung der keynesianischen Theorie ein. Nach Stiglitz sind es informationsökonomische Argumente, warum am Arbeitsmarkt Löhne und am Finanzmarkt Zinssätze starr bleiben. Die arbeitsmarkttheoretischen Argumente sind unter der „efficiency wage hypothesis“ (Effizienzloohnhypothese) bekanntgeworden. Die finanzmarkttheoretischen Überlegungen finden sich etwa in der Kreditrationierungsliteratur. In beiden Bereichen, in der Theorie der „efficiency wages“ wie der Kreditrationierung hat Stiglitz selbst bedeutende Beiträge geleistet. Als dritter Bereich, ebenfalls zur Finanzmarkttheorie gehörig, sind auch die Theorien über den Zusammenbruch von Finanzmärkten, die Literatur zu den sogenannten „asset bubbles“ („Luftblasen“) zu nennen. Auch diese Literatur bestätigt die Keynesische Kritik der vor allem spekulativen Festsetzung der Preise von Finanzmarktteilen.

Wichtig an diesen Arbeiten ist, daß sie fixe Löhne und Zinssätze bzw. spekulative Eigendynamiken der Finanzmärkte *mikroökonomisch plausibel* erklären können.

Das *zweite*, was an der IS-LM-Analyse kritikwürdig ist, ist deren *statischer* Charakter. Die Phillipskurvendiskussion brachte schon Anhaltspunkte, wie dynamische Elemente in die IS-LM-Analyse zu integrieren sind. In dieser Phillipskurvendiskussion, besonders von den Neuen Klassischen Makroökonomien (REH-Schule) betont, wurde herausgearbeitet, wie *Erwartungen über zukünftige Politiken* die *gegenwärtigen* Wirtschaftsentscheidungen beeinflussen. Damit ergab sich auch die Kritik an der dynamischen Inkonsistenz keynesianischer Wirtschaftspolitik. Offen ist, wie dieses Problem, das einer *aktiven* Politik *allgemein* anhaftet, aus keynesianischer Sicht zu lösen ist.

Im folgenden sollen beispielhaft bzw. übersichtsartig die drei erwähnten, neuen Theoriebereiche – Effizienzloohnhypothese, Kreditrationierung, Theorie der „asset bubbles“ – dargestellt werden. Abschließend gehe ich noch auf das Problem der dynamischen Konsistenz bzw. Zeitkonsistenz der Politik ein.

4. Die Effizienzloohnhypothese

Die Theorie des Effizienzlohns hat als wichtigstes Ergebnis, daß Löhne zwar nicht absolut rigid sind, daß sie aber im allgemeinen nicht jenes Niveau aufweisen, das aus Gründen der Markträumung erforderlich wäre. D. h. die Theorie des Effizienzlohns *erklärt*, warum die Löhne rigid sind und nicht Markträumungswerte aufweisen.

Ein einfacher Fall zur Erklärung der Effizienzloohnhypothese wurde von Akerlof-Yellen (1986), Yellen (1984) und Katz (1986) entwickelt. Die Unternehmer, deren Absatzpreise als gegeben angenommen werden und die bei Unterbeschäftigung agieren, suchen ihr gewinnmaximales Lohn- und Beschäftigungsniveau. Der Erlös ist das Produkt aus Absatzpreis und Outputniveau, wobei das Outputniveau als Produktivitätsparameter mal Produktionsfunktion angeschrieben wird. Als Kosten werden nur Lohnkosten, Lohnsatz mal Arbeitsmenge, berücksichtigt.

Bis hierher entspricht der Ansatz den üblichen Modellvorstellungen. Neu ist nunmehr, daß die Produktionsfunktion nicht über der Arbeitsmenge, sondern über dem Produkt aus Arbeitsmenge und Arbeitseffizienz, die wieder mit der Lohnhöhe steigt, definiert ist. Die Lösung dieses Maximierungsproblems ergibt eine Zweistufigkeit: (1) Zunächst wird der optimale Lohnsatz unabhängig von der Beschäftigungsmenge, der Grenzproduktivität und dem Produktivitätsparameter gewählt; (2) die letzteren Größen und der Lohnsatz bestimmen sodann das optimale Beschäftigungsniveau. Werden Konjunkturschwankungen als Variation des Produktivitätsparameters gedeutet, so schwankt mit der Konjunktur die Beschäftigungsmenge, aber nicht der Lohnsatz, vgl. Katz (1986), S. 238–239.

Dieses einfache Modell kann leicht erweitert werden. Falls der Zusammenhang zwischen Arbeitseffizienz und Lohnhöhe sektoral unterschiedlich ist, werden die Lohnsätze für identische Arbeitnehmer von Sektor zu Sektor verschieden sein. Hohe Löhne und Beschäftigungsrationierung treten vor allem dort auf, wo mit den Löhnen die Arbeitseffizienz besonders steigt.

Der Grund des Steigens der Arbeitseffizienz mit der Lohnhöhe kann informationsökonomischer Art sein (vgl. Greenwald-Stiglitz 1987): (a) Ein Unternehmer besitzt nur unvollständige Information über die Eigenschaften eines Arbeitnehmers oder (b) die Handlungen der Arbeitnehmer können nicht zur Gänze überwacht werden. (Die unvollständige Information wird relevant, weil keine Arbeitsverträge existieren, in denen der Arbeitnehmer sämtliche Konsequenzen seines Tuns selbst tragen muß). Somit ist es plausibel, daß die Arbeitnehmer in Unternehmen, in denen relativ hohe Löhne gezahlt werden, sich besonders anstrengen werden. Sie wollen mit guten, nicht mit schlechten Leistungen auffallen, da sie ihre Stellen wegen der guten Bezahlung nicht verlieren wollen.

Aber auch ein weiterer Grund ist zu nennen: Die Fluktuationsrate im Unternehmen (vgl. Stiglitz 1984), deren Kosten die Unternehmer teilweise tragen, wird bei einem *relativ* hohen Lohnniveau des Unterneh-

mens sinken. Die Arbeitnehmer wollen in solchen Unternehmen beschäftigt bleiben.

Die Begründung, warum die Arbeitseffizienz eines Arbeitnehmers mit dem Lohn steigt, muß nicht nur informationsökonomisch gegeben werden. Akerlof (Akerlof 1984) lieferte eine soziologische Begründung, die darauf hinausläuft, daß die Leistung eines Individuums entscheidend davon abhängt, ob er sich „fair“ behandelt fühlt. Lohnkürzungen können demnach von den Arbeitnehmern als „unfair“ angesehen werden. Eine geringere Arbeitseffizienz und somit geringere Unternehmensgewinne können sich daher bei Lohnkürzungen einstellen. Wiederum werden die Unternehmungen *aus Gewinnmaximierungsgründen* selbst bei Unterbeschäftigung keine Lohnkürzungen vornehmen.

Die Theorie des Effizienzlohns ist keineswegs eine ausgereifte Theorie. Solow findet an ihr problematisch, wie er anlässlich der letzten Tagung der American Economic Association betonte, ob und inwieweit die Theorie des Effizienzlohnes auch zyklische Schwankungen der Beschäftigung erklären kann. Zyklische Schwankungen ergeben sich in der Theorie des Effizienzlohns – gemäß den vorläufigen Ergebnissen – nur, wenn *exogene* Größen zyklisch schwanken. Diese Kritik Solows zeigt jedoch keinen Mangel der Theorie des Effizienzlohns auf, denn diese ist nur eine *Partialtheorie*, die sich durchaus als Teil in ein keynesianisches makroökonomisches Modell einbauen ließe. Diese Möglichkeit der Modellintegration betont Stiglitz. Auch in der General Theory wird die Arbeitsnachfrage in Abhängigkeit von den erwarteten Absatzerlösen gesehen, die ihrerseits – bedingt durch entsprechende Finanzmarktgeschehnisse, zum Beispiel über die Investitionen –, zyklisch schwanken können. Zudem ging es Keynes mehr um die Erklärung eines persistenten Unterbeschäftigungsgleichgewichts, als um die Erklärung zyklischer Variationen der Arbeitslosenrate.

Problematischer sind hingegen zwei andere Punkte der Theorie des Effizienzlohnes: (a) Es ist – zumindest wie Stiglitz es darstellt – offen, ob es sich in den Modellen der Effizienzlohntheorie um Reallöhne oder um Nominallohne handelt. Vieles spricht dafür, daß das erste gemeint ist. Dann ließe diese Theorie aber auf eine Begründung der *Fixpreisanahme* hinaus. (b) Außerdem ist in der Theorie des Effizienzlohnes ungeklärt, welche Rolle die Arbeitslosen, die „Outsider“, im Modell spielen („Outsider-Effekte“).

5. Keynesianische Finanzmarktansätze

Stiglitz und eine Reihe der „neuen“ Keynesianer kritisieren Keynes, er hätte die Unvollkommenheiten der Finanzmärkte zwar im Kap. 12 der General Theory anschaulich erwähnt, aber inadäquat mit dem Konzept der Liquiditätsfalle analytisch erfaßt. Greenwald-Stiglitz meinen sogar: „This failure to recognize sufficiently the importance of capital market imperfections, and the consequences which follow from that, turn out to be his most important error⁵.“ Offen ist auch, welche

Bedeutung die Liquiditätsfalle in der General Theory einnimmt, obwohl Hicks (1937), der erste bedeutende Interpret dieser Theorie, die Liquiditätsvorliebe der Geldhaltung bzw. die Nachfrage nach Spekulationskasse und damit die Möglichkeit der Liquiditätsfalle als die besondere theoretische Innovation der General Theory hervorhebt.

Vor allem betonen die „neuen“ Keynesianer (vgl. Greenwald-Stiglitz, 1987, pp. 19) den Zustand imperfekter bzw. asymmetrischer Information auf den Finanzmärkten. Am bekanntesten in der Literatur ist der Fall der Kreditrationierung („credit rationing“): Die Anbieter von Krediten, insbes. die Banken, erhöhen auch dann nicht den Zinssatz, wenn eine (positive) Überschußnachfrage nach Krediten existiert. Die Struktur der Modelle der Kreditrationierung weist große Ähnlichkeiten mit den Modellen der Effizienzlohntheorie auf. Denn – ähnlich wie dort – gilt für die Kreditmärkte, daß eine Bank, die ihre Kreditzinssätze erhöht, unter Umständen damit ihre Gewinne senkt. Denn entweder können *negative Selektionseffekte* (der Mix ihrer Kreditkunden verändert sich *advers*, besonders wenn die anderen Banken ihre Zinssätze konstant lassen) oder *negative Anreizeffekte* (die Kreditkunden sind geneigt, riskantere Investitionsprojekte zu wagen) auftreten.

Neben „credit rationing“ kann es auch ein „equity rationing“ für Unternehmungen geben. Der Grund sind asymmetrische Informationen zwischen den Managern und den (tatsächlichen oder potentiellen) Kapitaleigentümern einer Unternehmung. Daraus läßt sich wieder ableiten, daß Unternehmungen nur wenig Eigenkapital aufweisen und deswegen nur wenig Risiko tragen können. Folglich zeigen sie wenig Bereitschaft zu investieren oder zu produzieren bzw. Kredite nachzufragen.

Bei Kreditrationierung erfolgt der Einfluß der Geldpolitik auf die reale Ökonomie nicht bzw. kaum über die Kassenhaltung, sondern vor allem über die Verfügbarkeit von Krediten (siehe bereits die „availability“-Doktrin der fünfziger Jahre). Expansive Maßnahmen der Geldbehörden bestehen somit nicht primär darin, die sogenannten „Leitzzinssätze“ (Diskont- oder Lombardsätze) zu verändern, sondern darin, die Bereitschaft der Banken zu erhöhen, Kredite zu vergeben. Wichtig für die Wirtschaftspolitik ist auch, wie die Beschränkungen der Eigenkapitalaufnahme der Unternehmungen gelockert werden können.

Mit der Effizienzlohntheorie und der Theorie der Kreditrationierung kann mikroökonomisch fundiert erklärt werden, warum Löhne und Zinssätze relativ rigide bleiben. Damit wären zwei wichtige Annahmen der Keynesschen Theorie – zumindest partialtheoretisch – begründet.

Zur Neustrukturierung der Keynesianischen Theorie trägt auch die in den achtziger Jahren durch Blanchard, Shiller, u. a. entwickelte „asset bubble“-Theorie bei. Diese Theorie kann für sich beanspruchen, den Börsenkrach vom 19. Oktober 1987 an den New Yorker Börse aus keynesianischer Sicht zu erklären.

Der Hauptpunkt der keynesianischen Argumentation besteht in der Kritik der neoklassischen Behauptung, die Finanzmärkte seien durch Informationseffizienz gekennzeichnet („efficient capital market“).

Gemäß der These der informationseffizienten Finanzmärkte entsprechen die Preise auf diesen Märkten, z. B. die Aktienkurse, den *erwarteten* Gegenwartswerten der zukünftigen Dividendenströme. Die Neoklassiker betonen somit die Rolle der sogenannten „fundamentals“ in der Kursbildung. Nach ihnen sind die Finanzmärkte fest in der „realen“ Ökonomie verankert. Die Keynesianer hingegen, so vor allem Keynes selbst, betonen die Möglichkeit von spekulativen Eigendynamiken der Finanzmärkte. Im Falle der „asset bubble“-Theorie wird dementsprechend behauptet, daß es zu spekulativen „bubbles“ (Luftblasen) kommen kann. „Bubbles“ stellen *kumulative Divergenzen* von jenem Pfad dar, der durch die „fundamentals“ bestimmt ist. Neu am Argument dieser Theorie ist, daß die spekulativen „bubbles“ nicht Ergebnis der „animal spirits“ (dies würden die keynesianischen „Fundamentalisten“ behaupten), sondern der *rationalen Handlungen* der Investoren sind. Die spekulativen „bubbles“ sind also rationale „bubbles“.

Ein einfaches Beispiel soll den Fall eines „rational bubble“ beleuchten. Das Beispiel stammt von Blanchard (1979) aus dem Bereich der Wechselkursstheorie (vgl. auch Dornbusch, 1986, S. 41 ff.). Angenommen es herrscht am Markt zum Zeitpunkt t eine Wechselkursrelation e_t , die nicht mit der „fundamentalen“ Rate $\hat{e}$ identisch ist⁷. Ohne Beschränkung der Allgemeinheit sei angenommen, die Währung wäre überbewertet, d. h. $e_t < \hat{e}$.

Weiters soll gelten, daß sich mit der Wahrscheinlichkeit p im nächsten Zeitpunkt ein „Crash“ ereignet, d. h. mit Wahrscheinlichkeit p wird in $t+1$ $\hat{e}$ realisiert. Mit der Wahrscheinlichkeit $1-p$ kommt es zu keinem „Crash“; der Wechselkurs sei in diesem Fall e_{t+1} . D. h. der *erwartete* künftige Wechselkurs $\bar{e}_{t+1}$ ist der mit den Wahrscheinlichkeiten gewichtete mittlere Wert:

$$(1) \quad \bar{e}_{t+1} = (1-p) e_{t+1} + p\hat{e}$$

Nun gilt in der Ökonomie unter bestimmten Bedingungen (z. B. Absenz von Risikoprämien), daß der künftige Wechselkurs die Zinsparitätsgleichung erfüllt (i bzw. i^* sind der inländische bzw. der ausländische Zinssatz):

$$(2) \quad \bar{e}_{t+1} = e_t + (i-i^*)$$

Aus den Gleichungen (1) und (2) folgt für den Wechselkurs ohne „Crash“, e_{t+1}

$$(3) \quad e_{t+1} = e_t + \frac{i-i^*}{1-p} + \frac{p}{1-p} (e_t - \hat{e})$$

(aus Gründen der einfacheren Interpretation der Gleichung wird $i = i^*$ gesetzt).

Wichtig ist nun, daß bei streng positivem p gilt: Falls $e_t < \hat{e}$ folgt $e_{t+1} <$

e. Eine überbewertete Währung wird weiter aufgewertet, eine unterbewertete weiter abgewertet. D. h. es entsteht eine *kumulative Divergenz* von den Fundamentals, obwohl keine „animal spirits“ der Investoren angenommen wurden. Zu beachten ist, daß trotz dieser kumulativen Divergenz sicher einmal der Zeitpunkt kommt, in dem sich der Crash ereignet. Dann platzt die Luftblase.

Derartige „rational bubbles“ entsprechen dem eigentlichen Anliegen der Keynesischen Spekulationstheorie, in der es – siehe das Beispiel der Schönheitskonkurrenz im 12. Kapitel der *General Theory* – *rational* ist, sich nicht ausschließlich nach den fundamentals (bzw. nach der „wahren“ Schönheit) zu orientieren.

Somit ergibt sich als Resümee: Neuere arbeitsmarkt- und finanzmarkttheoretische Arbeiten bestätigen die Sicht Keynes, daß es mikroökonomisch erklärbare, empirisch plausible Gründe gibt, warum die zwei zentralen Preise einer Volkswirtschaft, der Lohnsatz und der Zinssatz, nicht immer so zueinander passen müssen, daß Vollbeschäftigung herrscht. Eine ausgearbeitete makroökonomische Theorie, die an die Stelle des IS-LM-Modells treten könnte, fehlt jedoch noch.

6. Zeitkonsistenz der keynesianischen Politik

Einer der Gründe, warum eine einheitliche, neue keynesianische Theorie nicht so rasch entstehen wird, ist die Schwierigkeit, die dynamischen Aspekte der Makroökonomie adäquat zu erfassen. Insbesondere ist die makroökonomische Bedeutung der (rationalen) Erwartungen über künftige Entwicklungen oder über künftige Politikentscheidungen zu klären. In diesem Zusammenhang sei das von vielen Keynesianern nicht ausreichend in den Politikempfehlungen berücksichtigte Problem der *dynamischen Inkonsistenz* der Politik, behandelt; für Überblicke über dieses Problem siehe u. a. Fischer (1986), die erste bedeutende Arbeit hiezu ist Kydland-Prescott (1977).

Das Phänomen der dynamischen Inkonsistenz von Politik entsteht, wenn die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte über *künftige* Politiken ihre *laufenden* Entscheidungen beeinflussen. Hierzu zwei aktuelle Beispiele: (1) Die *heutigen* Investitionsentscheidungen hängen u. a. von den Erwartungen der Investoren über *künftige* Änderungen im Steuersystem ab. (2) Die *heutigen* Lohnabschlüsse enthalten Erwartungen über Wechselkursveränderungen während der Geltungsdauer der Lohnverträge, d. h. in den Lohnabschlüssen findet sich die Erwartung wieder, ob z. B. der Schilling gegenüber der DM abgewertet wird oder nicht.

Drei mögliche Handlungskonstellationen sind denkbar:

- a) Die Wirtschaftssubjekte erwarten, daß keine neuen Politikmaßnahmen getroffen werden. Sie meinen etwa, daß keine neuen Steuern erhoben werden, oder daß der Schilling gegenüber der DM nicht abgewertet wird. Die Wirtschaftspolitik setzt in der Folge auch keine neuen Maßnahmen. Aus Gründen, die später erläutert werden,

handelt es sich hierbei um ein sogenanntes „*zweitbestes*“ (*second best*) *Ergebnis*.

- b) Die Wirtschaftssubjekte erwarten wie bei (a), daß keine neuen Politikmaßnahmen getroffen werden. Die Politik nützt diese Erwartungen der Wirtschaftssubjekte jedoch aus und wählt jene Maßnahme, die ihre Zielfunktion optimiert. Beispielsweise lohnt es sich für sie, im Zuge einer Steuerreform getätigte und nicht mehr rückgängig zu machende Investitionen mit neuen Steuern zu belegen, um die fiskalischen Einnahmen zu erhöhen. Oder es lohnt sich, den Schilling abzuwerten, *nachdem* die Kollektivvertragspartner beim Abschluß der Kollektivverträge von der Fortsetzung des Hartwährungskurses des Schillings ausgegangen sind.

Die Politik verhält sich in diesem Fall „*opportunistisch*“. Sie kann zwar ein für sie „*erstbestes*“ *Ergebnis* erzielen. Sie nützt aber die gegebenen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte aus; sie „*narrt*“ die Betroffenen der Wirtschaftspolitik (sogenanntes „*fooling*“).

- c) Vielleicht weil bereits in den Vorperioden ein „*fooling*“ erfolgte oder weil die Wirtschaftssubjekte die Politik von vornherein als „*opportunistisch*“ einschätzen, nehmen die Wirtschaftssubjekte schon heute an, die Steuerlast werde drückender bzw. die Abwertung des Schillings werde sicher kommen, die Inflation werde wieder zunehmen etc. Wie immer die Politik dann reagiert, bei diesem Mißtrauen ist das Ergebnis für sie *wie* für die Wirtschaftssubjekte im allgemeinen schlechter als in der Konstellation (a).

Das Politikproblem aus dynamischer Sicht ist nun folgendes: Kurzfristig lohnt es sich für die Politik, sich „*opportunistisch*“ zu verhalten, d. h. kurzfristig ist für die Politik (b) besser als (a). Langfristig sind hingegen die „*second best*“-Lösungen von Interesse, da (a) besser als (c) ist. Folglich lohnt es sich langfristig für die Politik, „*Reputation*“ bzw. „*Glaubwürdigkeit*“ zu erringen oder durch Gesetze bzw. durch die Schaffung eigener Institutionen Vertrauen zu gewinnen (z. B. eine unabhängige Notenbank als Garant der Geldwertstabilität). So wird den Wirtschaftssubjekten signalisiert, daß sie kein „*opportunistisches*“ Verhalten der Politik zu erwarten haben.

Keynesianische Politik war in der Vergangenheit, vor allem in den USA, aber auch in England, häufig nur am kurzfristigen Erfolg interessiert. Viele Kritiker des Keynesianismus werfen ihm vor, sich zu „*opportunistisch*“ verhalten zu haben und deswegen durch seine Politik z. B. zuviel Inflation erzeugt zu haben. Wegen des *statischen* Charakters der keynesianischen IS-LM-Modelle überrascht es nicht, daß Keynesianer in der Geld- wie in der Fiskalpolitik den *dynamischen* Zusammenhang der Politik übersehen und Empfehlungen abgegeben haben, die als „*opportunistisch*“ im obigen Sinne bezeichnet werden können.

Künftig wird es für eine keynesianische Theorie notwendig sein, *explizit* das Problem der *dynamischen Konsistenz der Politik in dynamischen* Modellen zu behandeln.

7. Zusammenfassung

Wichtige Aspekte der Keynes'schen Theorie wie die Lohnrigidität oder die Eigendynamiken des Finanzsektors scheinen heute, gegeben vor allem die Arbeiten auf den Gebieten des Effizienzlohns, der Kreditrationierung und der „asset bubbles“, mikroökonomisch gut erklärbar zu sein. So wird es theoretisch plausibel, daß in Marktwirtschaften die zwei zentralen Preise, der Lohnsatz und der Zinssatz, nicht so zueinander passen müssen, daß Vollbeschäftigung herrscht.

Wegen der dynamischen Aspekte, insbesondere wegen des Problems der dynamischen Inkonsistenz der Politik, bedarf es noch erheblicher Anstrengungen, um aus einem neuformulierten keynesianischen Modell Politikempfehlungen zur Erhaltung der Vollbeschäftigung abzuleiten.

Anmerkungen

- 1 Rothschild meint hingegen, daß Keynes aus Gründen der Akzeptanz seiner Theorie den Monopol- bzw. Oligopolfall ausschloß oder diesen Dingen nicht genügend Bedeutung beimaß. Für Rothschild „müßte (hier) eine ‚keynesianische‘ Kritik an Keynes vor allem ansetzen!“ (Rothschild, 1984, S. 20).
- 2 Nach dem ersten klassischen Gesetz gilt: Nominallohn ist gleich erwarteter Angebotspreis mal Grenzproduktivität der Arbeit (letzteres als Funktion der Beschäftigung). Wird nun der erwartete Angebotspreis durch die Erlöserwartungen der Unternehmen bestimmt, so liegt damit die Beschäftigungsmenge fest, sofern das Arbeitsangebot größer als diese Menge ist.
- 3 Abgesehen von den langfristigen Betrachtungen der General Theory über den Kapitalismus.
- 4 Vgl. etwa Barro (1987).
- 5 Greenwald-Stiglitz (1987), S. 17.
- 6 Siehe die Kritik von Stiglitz an Keynes hinsichtlich dessen Erklärung des Investitionsverhaltens.
- 7 Die „fundamentale“ Rate könnte etwa gemäß der Kaufkraftparitätentheorie bestimmt sein.

Literatur

- Akerlof, G. A., Gift Exchange and Efficiency-Wage Theory: Four Views, *American Economic Review* PP 74 (May 1984), 79–83.
- Akerlof, G. A., Yellen, J. L., Introduction. In: Akerlof, G. A., Yellen, J. L. (eds.), *Efficiency Wage Models of the Labor Market*. Cambridge etc. 1986.
- Barro, R. J., *Macroeconomics*. New York etc. 1987 (2nd edition).
- Barro, R. J., Grossmann, H. I., A General Disequilibrium Model of Income and Employment, *American Economic Review* 61 (March 1971), 82–93.
- Benassy, J. P., Neo-Keynesian Disequilibrium Theory in a Monetary Economy, *REStud* 42 (Oct. 1975), 503–523.
- Blanchard, O. J., Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations, *Economic Letters* (1979), 387–389.
- Clower, R., Reflections on the Keynesian Perplex. *Zeitschrift für Nationalökonomie* 35 (1975), 1–24.
- Clower, R., Leijonhufvud, A., The Coordination of Economic Activities: A Keynesian Perspective, *American Economic Review* PP 65 (May 1975), 182–188.
- Dornbusch, R., *Dollars, Debts, and Deficits*. Cambridge/Mass. 1986.
- Fischer, St., Time Consistent Monetary and Fiscal Policies: A Survey, Unpublished paper, Department of Economics, M. I. T., March 1986.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. E., Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics. NBER Working Paper No. 2160, Feb. 1987.
- Hicks, J. R., Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation, *Econometrica* 5 (April 1937), 147–159.
- Katz, L. F., Efficiency Wage Theories: A Partial Evaluation. In: St. Fischer (ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*. Cambridge 1986, 235–276.
- Keynes, J. M., *The General Theory of Employment Interest and Money*. London and Basingstoke, 1936.
- Kohn, M. A., Loanable Funds Theory of Unemployment and Monetary Disequilibrium, *American Economic Review* 71 (Dec. 1981), 859–879.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C., Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85 (June 1977), 473–492.
- Leijonhufvud, A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*. New York etc. 1968.
- Leijonhufvud, A., *Keynes and the Classics*. Institute of Economic Affairs, Occasional Paper No. 30. London 1969.
- Leijonhufvud, A., *Information and Coordination, Essays in Macroeconomic Theory*. New York etc. 1981, ch. 7 "The Wicksell Connection: Variations on a Theme", 131–202.
- Malinvaud, E., *The Theory of Unemployment Reconsidered*. Oxford 1977.
- Nermuth, M., Modellierung von Unsicherheit – Moderne Theorie und Keynes, *Quartalshefte der Girozentrale* 19 (Heft I/1984), 35–40.
- Rothschild, K., Koreferat zu H. Scherf „Keynes im Lichte der Kritik“, *Quartalshefte der Girozentrale* (Heft I/1984), 19–24.
- Stiglitz, J. E., Theories of Wage Rigidities. Paper presented at a conference on Keynes' Economic Legacy, University of Delaware, Jan. 1984. NBER Working Paper No. 1442, Sept. 1984.
- Winckler, G., Podczeck, K., Keynes Gleichgewichte mit flexiblen Preisen und einem exogenen Lohnsatz, *Quartalshefte der Girozentrale* (Heft I/1984), 41–55.
- Yellen, J., Efficiency Wage Models of Unemployment, *American Economic Review* PP 74 (May 1984), 200–205.