

Jander, Sigurd; Menkhoff, Lukas; Palm, Adalbert

**Article**

## Situationskonsistente Erwartungsstruktur und Geldpolitik in der Bundesrepublik

Kredit und Kapital

**Provided in Cooperation with:**

Duncker & Humblot, Berlin

*Suggested Citation:* Jander, Sigurd; Menkhoff, Lukas; Palm, Adalbert (1985) :  
Situationskonsistente Erwartungsstruktur und Geldpolitik in der Bundesrepublik, Kredit und  
Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 18, Iss. 2, pp. 151-172,  
<https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.151>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/293017>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen  
Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle  
Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich  
machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen  
(insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten,  
gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort  
genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your  
personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial  
purposes, to exhibit the documents publicly, to make them  
publicly available on the internet, or to distribute or otherwise  
use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open  
Content Licence (especially Creative Commons Licences), you  
may exercise further usage rights as specified in the indicated  
licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

# Situationskonsistente Erwartungsstruktur und Geldpolitik in der Bundesrepublik\*

Von Sigurd Jander, Lukas Menkhoff und Adalbert Palm,  
Freiburg im Breisgau

## I. Einleitung – Das aktuelle Problem

Die Bundesrepublik Deutschland hat 1984 die angestrebten wirtschafts-  
politischen Ziele mit Ausnahme der unbefriedigenden Lage auf dem  
Arbeitsmarkt erreicht. Während diese Diagnose unstrittig ist, divergieren  
die daraus abzuleitenden Schlußfolgerungen stark. Von besonders pronon-  
cierten Vertretern einer sich selbst am besten steuernden Marktwirtschaft  
abgesehen, dürfte allerdings angesichts der konjunkturellen Unterbeschäf-  
tigung über einen gewissen beschäftigungspolitischen Handlungsbedarf  
weitgehend Einigkeit bestehen.

Bei einer solchen Problemlage wäre noch Anfang der 70er Jahre der wirt-  
schaftspolitische Konsens, eine expansive Fiskalpolitik zu betreiben, ein-  
hellig gewesen. Mitte der 80er Jahre ist dies nicht mehr der Fall. Im Gegen-  
teil, es überwiegt eine skeptische oder sogar ablehnende Haltung gegenüber  
der Fiskalpolitik, und selbst keynesianisch orientierte Autoren argumentie-  
ren diesbezüglich recht vorsichtig. Den Ursachen für diesen Meinungswan-  
del soll hier nicht weiter nachgegangen werden – er ist zu konstatieren.  
Interessanter ist in diesem Zusammenhang die Frage, warum nicht die  
Geldpolitik stärker den konjunkturpolitisch stabilisierenden Part übernom-  
men hat. Als der Sachverständigenrat 1974 seinen Vorschlag für ein neues  
Assignment der Politikbereiche vorstellte, hatte er diesen Rollenwandel hin  
zu einer stärkeren konjunkturpolitischen Einbindung der Geldpolitik im  
Auge, wenngleich mit einem insgesamt abgeschwächten gegensteuernden  
Aspekt. Im Vordergrund stand nun das Konzept einer mittelfristig orientier-  
ten Verstetigung. Aber heißt dies nicht zugleich, daß sich die Geldpolitik  
nicht ausschließlich auf das Ziel der Preisniveaustabilität konzentrieren  
sollte?

---

\* Unserem verehrten Lehrer, Professor Dr. *Werner Ehrlicher*, zum 65. Geburtstag.

Die Bedeutung der Geldpolitik und insbesondere der Geldmengensteuerung für die Antiinflationpolitik ist unumstritten, denn zweifellos wird es unter den heutigen Bedingungen ohne entsprechende Geldversorgung keinen Inflationsprozeß geben. Andererseits ist der Zusammenhang auch nicht so eng, daß generell kein Spielraum besteht. Letztlich ist nicht einmal die Verursachungsrichtung eindeutig: „post hoc“ bedeutet eben nicht „propter hoc“, wie es *Tobin* prägnant ausdrückte<sup>1</sup>. Gibt es also einen geldpolitischen Handlungsspielraum, der den beschäftigungspolitischen Handlungsbedarf (teilweise) befriedigen könnte?

Diese Frage wird anhand der neueren theoretischen Diskussion (Kapitel II) und anhand konkreter geldpolitischer Erfahrungen der Bundesbank (Kapitel III) untersucht, wobei inhaltlich der Erwartungsaspekt im Vordergrund steht. Die damit verbundene Vermutung, die es zu analysieren gilt, lautet, daß Form und Inhalt der jeweiligen Erwartungen der Menschen bestimmte Ergebnisse (expansiver) Geldpolitik präjudizieren und eben nicht allein deren reale Unwirksamkeit – das hätte dann Folgen für die Geldpolitik.

## **II. Die Rolle der Erwartungen für eine expansive Geldpolitik in verschiedenen theoretischen Konzepten**

### *1. Erwartung als Element der ökonomischen Theorie*

Während die klassische Theorie aufgrund ihrer Vorstellung von idealtypisch stets geräumten Märkten (aufgrund implizit unterstellter vollständiger, weil kostenlose Information der Marktteilnehmer) dem Zeitmoment und damit dem Begriff der Erwartungen wenig Beachtung schenkt, wird die Erwartungshaltung als eine das Handeln der Menschen determinierende Größe von *Keynes* in der ökonomischen Argumentation durchgesetzt<sup>2</sup>.

Gegenüber der keynesianischen Orthodoxie (Neoklassische Synthese), die Erwartungen zwar als instabil, aber doch als exogen behandelt, geht die monetaristische Theorie einen Schritt weiter, indem sie den Prozeß der Erwartungsbildung endogenisiert. Das zugrunde gelegte Erwartungsmodell bezieht sich auf die Preisniveauentwicklung und wird zunächst im Sinne eines Lernens aus der Erfahrung konstruiert.

---

<sup>1</sup> Vgl. *W. Ehrlicher* (1981b), der die Beziehung zwischen Geldmenge und Preisniveau in den Mittelpunkt der Geldtheorie stellt. Vgl. *J. Tobin* (1981a) S. 41, der die Kausalitätsfrage weiterhin offen sieht.

<sup>2</sup> Vgl. *J. M. Keynes* (1936). Vgl. als grundlegende frühere Arbeit *F. H. Knight* (1921).

Beide Positionen erfuhren besonders hinsichtlich ihrer Erwartungskonzeption Modifikationen und Erweiterungen. So wurde im „keynesianischen Lager“ von *Tobin* das Risikomoment in die Diskussion eingeführt, während die makroökonomische Ungleichgewichtstheorie insbesondere die Starrheit von Erwartungen betont.

Auf der „anderen Seite“ wurde die monetaristische Idee der adaptiven Erwartungsbildung durch das Konzept der rationalen Erwartungen ersetzt. Die daraus entstandene Neue Klassische Makroökonomie bietet ein neues Interpretationsprinzip klassischer Ergebnisse und präsentiert somit eine offene Flanke für Kritik anderer Argumentationsstandpunkte, insbesondere für die einer keynesianischen Orientierung, die sich neuerdings ebenfalls des Kalküls rationaler Erwartungen bedient.

## 2. *Keynesianismus und Monetarismus*

„Für *Keynes* waren psychologische Faktoren die ‚eigentlichen unabhängigen Variablen‘, die die Produktion und Beschäftigung bestimmen ...“<sup>3</sup>. Diese keynesianische Position hinsichtlich der Berücksichtigung von Erwartungen zeigt sich offensichtlich in der grundsätzlichen Annahme der Instabilität des privaten Sektors, begründet vor allem in der Investitionsgüternachfrage, der in ihrer Abhängigkeit von der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, einer instabilen Erwartungsgröße, starke Schwankungen unterstellt werden.

Auch die Liquiditätsvorliebe der Wirtschaftssubjekte wird als erwartungsdeterminiert angesehen. Die Entscheidung, neben der zu Transaktionszwecken notwendigen Kasse zusätzliche Liquidität zu halten, ist nach keynesianischer Vorstellung von einem Zinsniveau abhängig, das von den Individuen als normal angesehen wird, und von dem man deshalb erwartet, daß es sich in Zukunft einstellen wird.

Auf die Entstehung und Veränderung dieser Zins- und Renditeerwartungen wird allerdings nicht explizit eingegangen. Vielmehr bleibt die Erwartungsbildung als exogenisierte Größe offen, so daß es modellimmanent nicht exakt möglich ist, Erwartungsanpassungen an sich verändernde Informationen zu erklären bzw. zu prognostizieren.

Wirkungen geldpolitischer Impulse können deshalb nur bei einem gegebenen Erwartungsszenario – im Sinne einer *ceteris-paribus*-Klausel – beurteilt werden, was im keynesianischen Modell zu der Empfehlung einer Zins-

---

<sup>3</sup> *D. Bell, I. Kristol* (1984), S. XI.

steuerung bei gegebener Liquiditätsvorliebe der Wirtschaftssubjekte und gegebener Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals führt.

Diese Exogenität der Erwartungen in der keynesianischen Theorie ist vor allem im Zusammenhang mit der *Phillips*-Kurve ein Angriffspunkt für Kritik. So zieht die Theorie des Monetarismus die in dem Phillips-Zusammenhang implizierte Vorstellung eines stabilen trade-off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit unter Hinweis auf die vernachlässigte Rolle von Inflationserwartungen in Zweifel<sup>4</sup>.

Ausgehend von einem Wahlhandlungsansatz wird ein Vermögenskonzept abgeleitet, innerhalb dessen der Mechanismus der relativen Preise suboptimale Portfoliostrukturen – als Folge exogener Schocks – nur temporär zulässt. Diese dem Monetarismus inhärente Stabilitätsannahme des realen Sektors wird als Konzept der natürlichen Arbeitslosenrate formuliert und läßt in Verbindung mit der als Freiheit von Geldillusion interpretierbaren endogenen Inflationserwartung Abweichungen des Outputs von seiner natürlichen Höhe nur dann zu, wenn sich die Wirtschaftssubjekte in ihren Preiserwartungen irren.

Werden adaptive Inflationserwartungen unterstellt, so sind permanente Erwartungsirrtümer nur bei einer Inflationsbeschleunigung aufrecht zu erhalten. Da die Umsetzung dieser als Akzellerationstheorem bekannten geldpolitischen Folgerung allokationstheoretisch abgelehnt wird, reduziert sich die geldpolitische Empfehlung – aufbauend auf der neoquantitätstheoretischen Geldwertlehre – auf die Inflationsbekämpfung durch eine am langfristigen Wachstumstrend des Sozialprodukts orientierte strenge Geldmengenregel im Sinne der Friedmanschen  $k$ -%-Regel.

### 3. *Tobin'sche Portfoliotheorie*

In etwa zeitgleich mit dem Monetarismus wird unter anderem von *Tobin* mittels eines ähnlichen vermögens- und entscheidungstheoretischen Instrumentariums eine völlig andere Erwartungskonzeption entwickelt, die den Risikoaspekt im Sinne der Möglichkeit von ex-post falschen Erwartungen in den Mittelpunkt der Argumentation stellt. Konstitutives Merkmal dieser Theorie ist die Kennzeichnung zweier Arten von Vermögensformen – Finanz- und Sachvermögen – mittels der subjektiv empfundenen Risiken, mit denen ihre Aufnahme ins Portefeuille verbunden ist.

Wird eine prozyklische Entwicklung der Inflations- und Kursrisiken der Finanzanlagen im Konjunkturverlauf zugrunde gelegt, offenbart sich ihre

---

<sup>4</sup> Vgl. *M. Friedman* (1968).

Komplementarität zu den Abschreibungsrisiken der Sachaktiva<sup>5</sup>. Diese von der monetaristischen Vermögenskonzeption abweichende und auf reinen Substitutionsbeziehungen aufbauende Portfoliotheorie erlaubt hinsichtlich monetärer Aspekte differenzierte Interpretationen keynesianischer Vorstellungen. So kann etwa in Rezessionsphasen ein expansiver geldpolitischer Impuls durch eine risikobedingte Transmissionsschranke zwischen Finanz- und Sachkapital im Sinne der keynesianischen Liquiditätsfalle absorbiert werden, während in anderen Situationen Zinssenkungstendenzen aufgrund der monetären Expansion durch Risikoveränderungen unterstützt werden können, so daß der Transmissionsmechanismus verstärkt wird.

#### 4. Makroökonomische Ungleichgewichtstheorie

Wie Monetarismus und *Tobin'sche* Portfoliotheorie gründet die Ungleichgewichtstheorie ihre Aussagen auf einer mikroökonomisch-entscheidungs-theoretischen Fundierung wirtschaftlicher Transaktionen. Während im Monetarismus die daraus entstehenden Rigiditäten zu Friktionen führen, die bei rationalem Verhalten als zeitlich begrenzt angenommen werden, betont die Ungleichgewichtstheorie die Vernetzung von Märkten, auf denen es bei unvollkommenen Informationen zu direkten Tauschvorgängen kommt, ohne daß vorher mittels eines hypothetischen Walrasianischen Auktionators sichergestellt ist, daß der dabei entstehende Preisvektor alle Märkte gleichzeitig räumt.

Dabei entstehende Ungleichgewichte induzieren zwar idealtypische, aus dem Rationalitätsprinzip ableitbare Anpassungsvorgänge, verhindern aber ihrerseits – und das ist der Unterschied zur monetaristischen Auffassung – deren Durchsetzung, so daß Prozesse entstehen, die Ungleichgewichtssituationen eher noch verfestigen. Grundlage der Ungleichgewichtstheorie sind damit die aus der unvollständigen Information rational ableitbaren starren Erwartungshaltungen der Wirtschaftssubjekte, die zu permanenten Verhaltenskorrekturen auf interdependenten Märkten und damit kumulativ zu einem makroökonomischen „Ungleichgewichtsgleichgewicht“ führen.

Unter Zugrundelegung weiterer Verhaltensannahmen, die insbesondere den Arbeitsmarkt betreffen, wird die Ungleichgewichtstheorie zu einem verbindenden Element von klassischer und keynesianischer Auffassung, indem sie unterschiedliche Arbeitslosigkeitssituationen zu erklären vermag<sup>6</sup>. Die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen kann durch diese Inte-

---

<sup>5</sup> Vgl. *J. Tobin* (1965).

<sup>6</sup> Vgl. *E. Malinvaud* (1977), insbes. S. 37 ff.

grationsfunktion vor dem Hintergrund einer Ursachenanalyse der jeweiligen wirtschaftlichen Situation modellimmanent beurteilt werden; im Falle einer konjunkturellen Arbeitslosigkeit etwa wird die Wirksamkeit expansiver Geldpolitik nach keynesianischem Muster prinzipiell zuerkannt.

### 5. Neue Klassische Makroökonomie

In der entstehungsgeschichtlichen Abfolge noch recht jung ist die Neue Klassische Makroökonomie (NCM), die auch als Theorie rationaler Erwartungen oder Monetarismus II bezeichnet wird. Noch zahlreicher als die Namen sind die einzelnen Modellvarianten und thesenartigen Zusammenfassungen. Sucht man in deren Vielfalt nach einem inhaltlichen Kern, so bieten die obigen Bezeichnungen Anhaltspunkte. Insbesondere läßt sich der Begriff „Theorie rationaler Erwartungen“ gegenüber den anderen absetzen, was auch in zeitlicher Hinsicht gilt. Denn zweifellos ist das besonders Neue der NCM die Annahme rationaler Erwartungsbildung, gerade im Unterschied zur adaptiven des Monetarismus. Nur hat sich im Laufe der Diskussion die Meinung durchgesetzt, das damit angesprochene Theoriegebäude sei so nur unzureichend gekennzeichnet. Wenigstens ein zweites Element ist zur Beschreibung notwendig, die permanente Markträumung<sup>7</sup>. Von daher ist die Nähe zur Klassik einleuchtend – wie aber steht es um das Verhältnis zur monetaristischen Theorie?

Tatsächlich divergieren die Ansichten diesbezüglich, denn einerseits bestehen hinsichtlich der beiden erwähnten grundlegenden Theorieelemente unterschiedliche Auffassungen, andererseits ist die geistige Verwandtschaft unübersehbar. Bei Betonung der Differenzen finden sich Hinweise auf die gleichgewichtsorientierten Bestandteile der NCM, weshalb sie dann manchmal in eine *Hayek*'sche Tradition gestellt wird. Zumindest für unser Thema sind allerdings die Gemeinsamkeiten von NCM und Monetarismus ausschlaggebend, die besonders deutlich in der Politikempfehlung zu Tage treten: Ankündigung und Einhaltung einer strengen Geldmengenregel.

Allerdings verläuft nun die Begründungslinie im Rahmen der NCM etwas anders als die monetaristische, vor allem theoretisch ausgefeilter. Im Grunde jedoch ist das Ergebnis der Politikineffektivität in der Gleichgewichtsvorstellung vorgezeichnet und wird durch die spezifische Form rationaler Erwartungsbildung nur noch gegenüber dem Monetarismus zugespielt<sup>8</sup>. Geldmengenausweitungen über den unbeeinflussbaren realen Nach-

---

<sup>7</sup> Vgl. für diese Charakterisierung *J. Tobin* (1981 b), S. 26 ff.

<sup>8</sup> Vgl. in diesem Sinne *H. Schelbert* (1983), S. 94 f.

fragebedarf hinaus führen zu Inflation, und sofern sich das rechtzeitig quantifizieren läßt, dürfte eine typisch expansive Geldpolitik auch kurzfristig nominal verpuffen. Wer das weiß und sich nicht danach richtet, verhält sich zweifellos nicht rational. Es scheint also, als würde der homo oeconomicus das Politikineffektivitätstheorem der NCM zwangsläufig stützen.

Bei Abweichungen von den strengen Modellannahmen kann Geldpolitik demgegenüber als real wirksam abgeleitet werden. Sofern man nicht von der Markträumung abgeht, sondern Modellmodifikationen auf die Erwartungs- bzw. Informationssituation bezieht, kommt man zu einer realen Wirkung monetärer Impulse auch im NCM-Paradigma. Die Diskussion hierüber führt in zwei Richtungen: Zum einen wird eine Art systematischer Täuschungsmöglichkeit der Privaten über einen Informationsvorsprung der Zentralbank begründet, was aber nicht sehr realistisch erscheint<sup>9</sup>. Zum anderen wird auf stochastische Störungen in der Geldversorgung abgestellt, die nicht zu antizipieren sind und somit zu „falschen“, zeitlich begrenzten, realen Anpassungen führen. An diesem Punkt haben weitergehendere Entwicklungen angesetzt, die sich auf die modellspezifische Lucas-Angebotsfunktion und darüber hinaus auf die Erklärung konjunktureller Schwankungsmuster beziehen<sup>10</sup>. Daraus läßt sich je nach gemachten Annahmen – insbesondere geht es um intertemporale Spekulation (Substitution) – eine gewisse Effektivität der Geldpolitik ableiten; allerdings sind solche Fälle von ihrem Geltungsbereich her sehr eng gefaßt.

Ein letzter Aspekt ist wirtschaftspolitisch von besonderer Bedeutung: Rationalität der Erwartungen bedeutet – ganz allgemein – nutzenoptimale Anpassung an neue Umstände und damit auch an neue Muster der Geldpolitik<sup>11</sup>. Ein wirklich optimales Verhalten schließt dabei eine Änderung alter „Gewohnheiten“ ein. Da die Politikregel selbst Bestandteil der exogenen Größen für die Verhaltensfunktionen ist, erzeugt Politik damit auch Verhaltensweisen – eine ganz entscheidende Erkenntnis, die einfachen mechanistischen Politikvorstellungen die Grundlage entzieht. Im NCM-Paradigma macht sie im wesentlichen jede (Geld-)Politik ineffektiv.

## 6. *Keynesianische Theorie mit rationalen Erwartungen*

Es hatte sich im vorangegangenen Text über die Neue Klassische Makroökonomie schon gezeigt, daß rationale Erwartungen für sich genommen das Politikineffektivitätstheorem nicht begründen können. Es hat allerdings

---

<sup>9</sup> Vgl. *M. J. M. Neumann* (1979), S. 382 ff.

<sup>10</sup> Vgl. *F. X. Hof* (1983), vgl. als Überblick bezüglich realer Effekte *R. Pohl* (1983).

<sup>11</sup> Dieser Rationalitätsbegriff ist weiter als der in NCM-Modellen benutzte.



einige Zeit gedauert, bis die Hypothese rationaler Erwartungsbildung, sozusagen im Gegenzug, in Modelle mit keynesianischer Grundstruktur eingebaut wurde. Möglicherweise war dafür nicht zuletzt die verwirrende Namensgebung verantwortlich, die Rationalität mit Politikineffektivität verknüpfte, während eigentlich das Markträumungspostulat, d.h. der Gleichgewichtscharakter, das Kennzeichnende der NCM-Modelle darstellt.

Die ersten Arbeiten einer tendenziell keynesianischen Interpretation bzw. Nutzung der Hypothese rationaler Erwartungsbildung haben an Preisinflexibilitäten angesetzt, so daß wenigstens temporär die Geldmenge nicht nur als nominal wirksam betrachtet wurde<sup>12</sup>. Diese Arbeiten waren insofern Vorläufer, als sie Bahn brachen für Konzepte, die in ihrer Modellstruktur weiter von der NCM abweichen<sup>13</sup>. Auch wenn es den ausgearbeiteten Modellen nicht ganz gerecht wird, sollen die wesentlichen Momente herausgestellt werden, die den keynesianischen Typus aufzeigen:

- Es muß eine Situation gewisser Arbeitslosigkeit vorliegen, die auf Nachfrageimpulse reagiert, so daß ein echter Anlaß für Stabilisierungsbemühungen gegeben ist.
- Das interessierende Gleichgewicht muß anhaltend und somit ein wirtschaftspolitischer Eingriff gegenüber einer abwartenden Haltung sinnvoll sein.
- Staat bzw. Zentralbank setzen das geldpolitische Instrumentarium sorgfältig und dem Problem angemessen ein.
- Die Privaten glauben an die Wirksamkeit und damit die Zweckmäßigkeit stabilisierender Politik.

Zusammenfassend kann man sagen, daß nicht nur die gängigen Erfolgsbedingungen stabilisierender Politik erfüllt sein müssen, sondern daß die Erwartungen der Privaten auf einem keynesianischen Strukturmodell aufbauen sollten, um diese Politik zu begünstigen. Die allgemeinere Aussage im Zusammenhang mit rationalen Erwartungen als das Politikineffektivitätstheorem schließt also, so paradox es scheinen mag, die These einer Effektivität der Geldpolitik mit ein<sup>14</sup>. Welche der beiden entgegengesetzten Aussagen dann jeweils gilt, hängt vom benutzten Strukturmodell ab.

<sup>12</sup> Vgl. als einflußreichen Artikel *S. Fischer* (1977).

<sup>13</sup> Vgl. z.B. *H.-W. Sinn* (1984), *J. Kromphardt* (1984).

<sup>14</sup> Vgl. *E. Streißler* (1983), S. 20.

### 7. Konsistenzproblematik von Realität und Erwartungsstruktur

Die theoretische Entwicklung hat zu einer Vielfalt geführt, die nur angedeutet werden konnte und im folgenden noch weiter reduziert werden soll, nämlich auf eine „monetaristische“ und eine „keynesianische“ Position. Dies scheint bezogen auf die Fragestellung nach möglichen Wirkungen einer expansiven Geldpolitik gerechtfertigt, da die monetaristischen Varianten – je nach Ausprägung – einen mehr oder weniger verzögert einsetzenden inflationären Effekt analysieren, während die keynesianischen Varianten anhaltende reale Effekte als möglich ableiten.

Diese Polarisierung der Theorien ergibt sich aber auch unter anderen Gesichtspunkten, die wiederum alle miteinander verbunden sind. Im Vordergrund der Diskussion steht meist die These einer Stabilität oder Instabilität des privaten Sektors, was, im Sinne einer unfreiwilligen Arbeitslosigkeit interpretiert, die Grundlage für die Politik(in)effektivität bietet<sup>15</sup>. Ein weiterer Gesichtspunkt ist die Fristigkeit der Betrachtung. Geht man diesbezüglich von Restriktionen im Wirtschaftsablauf bei grundlegenden Gleichgewichtstendenzen aus, so scheint die Zuordnung der Theorien einfach. Gerade die Einbeziehung rationaler Erwartungen in keynesianische Überlegungen jedoch macht auch für dieses Paradigma die Berücksichtigung der langen Frist wegen der Politikwirkung auf die Verhaltensweisen (Modellstruktur) unumgänglich<sup>16</sup>. Sinnvoller als die Fristigkeit dürfte das Kriterium der Unsicherheit sein, denn monetaristische Vorstellungen reduzieren Unsicherheit immer auf ein kalkulierbares Erwartungsproblem, womit der optimierende Wahlhandlungsmechanismus im Grunde ungestört bleibt<sup>17</sup>. Typisch für keynesianische Ansätze hingegen ist die Betonung von möglichen Unsicherheits-Situationen, die sich vom gewöhnlichen Risikokalkül qualitativ unterscheiden: Die absolute Unkalkulierbarkeit führt – bei gewisser Risikoaversion – zu einer uneingeschränkten Dominanz des Vorsichtsmotivs. In dieser Richtung sind die Ursachen für die typisch keynesianischen Rigiditäten, Transmissionsschranken oder Substitutionshemmnisse zu suchen<sup>18</sup>.

Eine kurze Anmerkung zum Verhältnis der Varianten zueinander scheint noch angebracht. Was die monetaristische Theorie betrifft, wurde bereits

---

<sup>15</sup> Vgl. W. Ehrlicher (1977).

<sup>16</sup> Vgl. H. Klausinger (1984), S. 188 ff.

<sup>17</sup> Vgl. für diese Auffassung H. Schelbert (1983), H. Wagner (1983), aber inhaltlich auch K. W. Rothschild (1981).

<sup>18</sup> Vgl. zinsunelastische Investitionen, Liquiditätsfalle im IS-LM-Modell oder die Komplementarität im Tobinschen Portfoliomodell.

die Auffassung der NCM als einer weiterentwickelten und in ihren Aussagen verschärften Form des (ursprünglichen) Monetarismus dargelegt. Im keynesianischen Bereich ist eine Systematisierung, die auf Integration zielt, unüblich, denn die Theorien beziehen sich nicht so deutlich aufeinander. Das allerdings kann man auch als Ergänzung auffassen, wobei die Ungleichgewichtstheorie den realen Sektor abdeckt und die Portfoliotheorie als Geldnachfrage- und Transmissionsanalyse den monetären Sektor, während die Hypothese rationaler Erwartungsbildung quasi den dritten Baustein für eine neue keynesianische Makroökonomie bildet<sup>19</sup>.

Akzeptiert man solchermassen die Fortführung der Monetarismus-Keynesianismus-Kontroverse mit erneuerten Argumenten, dann liegt es nahe – ganz parallel – jedem Paradigma seinen Erklärungsbereich zuzuweisen<sup>20</sup>. Für unser Thema soll dieser auf das Problem der Arbeitsmarktlage reduziert werden: Liegt eine unfreiwillige Arbeitslosigkeit bei Unterauslastung der Kapazitäten vor, gelte das keynesianische Paradigma, hingegen bei „Vollbeschäftigung“ das monetaristische. Soweit ergeben sich für eine beschäftigungsorientierte Geldpolitik keine grundlegenden Diagnose- und Therapieprobleme.

Schwierig wird es für die Geldpolitik dagegen, wenn die vorherrschende Modellstruktur, aufgrund derer die Privaten ihre Erwartungen bilden, nicht mit dem die aktuelle Situation zutreffend beschreibenden Modell übereinstimmt. Während die geeignete Geldpolitik bei situationskonsistenter Erwartungsstruktur wenigstens prinzipiell feststehen dürfte, ist ihre Aufgabe unklar, wenn die Privaten von theoretischen Zusammenhängen ausgehen, die der Wirklichkeit nicht entsprechen. Um dies zu veranschaulichen, sei auf das nachfolgende Analyseschema verwiesen.

Anhand des Schemas ausgedrückt, beschreiben die Felder (1) und (3) unproblematische Lagen mit situationskonsistenter Erwartungsstruktur, nicht hingegen die Felder (2) und (4). In der Situation mit keynesianischer Erwartungsstruktur und einer Arbeitsmarktlage ohne konjunkturelle Beschäftigungsprobleme (Feld (2)) zeitigt eine expansive Geldpolitik sicher nur begrenzte reale Effekte und längerfristig Inflation. Anders bei monetaristischer Erwartungsstruktur und konjunktureller Arbeitslosigkeit (Feld (4)). Dann nämlich steht zu befürchten, daß die Erwartungshaltung eine reale Wirkungslosigkeit expansiver Geldpolitik impliziert.

Allgemein ist zu vermuten, daß sich immer die restringierende Bedingung durchsetzt: Bei Kapazitätsvollauslastung bewirkt expansive Geldpolitik

<sup>19</sup> Damit ist nichts über die unmittelbare modellmäßige Vereinbarkeit gesagt, sondern angesprochen ist allein der Erklärungsbereich.

<sup>20</sup> Vgl. *W. Ehrlicher* (1981 a), S. 357 f.

Erwartungsstruktur bezüglich der Geldpolitik Arbeits- marktsituation	monetaristisch (nominelle Wirkungen)	keynesianisch (reale Wirkungen)
monetaristisch (Vollbeschäftigung)	(1)	(2)
keynesianisch (unfreiwillige, konjunkturelle Arbeitslosigkeit)	(4)	(3)

tendenziell Inflation, genauso wie bei monetaristischer Erwartungsstruktur. Für die Geldpolitik bedeutet dies, eine zusätzliche Einschränkung beachten zu müssen.

### III. Die Rolle der Erwartungen für die Bundesbankpolitik

#### 1. Die „goldenen Jahre“ der Konjunkturpolitik: Die Zeit bis 1968

Hinter jedem geldpolitischen Handeln steht letztlich die Absicht, einen zielgerichteten Einfluß auf das Wirtschaftsgeschehen auszuüben. Wie im vorangegangenen Kapitel II dargelegt wurde, gehen die allgemeinen Vorstellungen über die Art und Weise und damit über die Möglichkeiten und Grenzen einer solchen Einflußnahme zum Teil sehr weit auseinander. In den letzten zwei Jahrzehnten lassen sich diesbezüglich mehrfach Verschiebungen in der geldpolitischen Konzeption der Bundesbank aufzeigen, in denen sich unterschiedliche, sich verändernde Sichtweisen über geldpolitische Transmissionswirkungen auf den Wirtschaftsablauf bzw. auf bestimmte Zielgrößen niedergeschlagen haben.

Entsprechende Veränderungen lassen sich dabei nur bedingt auf konkrete Datenkonstellationen oder auf Verschiebungen in der Gewichtung der jeweiligen geldpolitischen Zielsetzungen zurückführen. Vielmehr dürfte es sich hier in sehr viel stärkerem Maße um die geldpolitische Umsetzung zum einen von theoretischen Überlegungen über entsprechende Wirkungsabläufe handeln, zum anderen – und damit eng verknüpft – um Anpassungen der jeweiligen Bundesbankkonzeption an eine sich im Zeitablauf verändernde ökonomische Wirklichkeit, in der die Geldpolitik immer wieder von neuem ihren tatsächlichen Einfluß und damit die Möglichkeiten und Grenzen eines geldpolitischen Handelns austasten muß.

Im folgenden wird ein knapper Überblick über die Bundesbankpolitik seit dem Ende der 60er Jahre gegeben, in welchem versucht werden soll, einige Konstellationen zu beschreiben, anhand derer deutlich wird, daß es möglicherweise von dem jeweils zugrunde liegenden wirtschaftlichen Umfeld abhängig ist, ob die Geldpolitik bestimmte angestrebte Entwicklungen zumindest unterstützen kann oder ob diese Einflußmöglichkeiten in der Tat, wie in den letzten Jahren von verschiedener Seite behauptet wurde, eng begrenzt sind.

Der langanhaltende, nahezu ununterbrochene Wirtschaftsaufschwung nach dem Zweiten Weltkrieg bescherte der Bundesrepublik Wachstumsraten, die weit über die vorhergehender und nachfolgender Perioden hinausgingen. Diese „goldenen Jahre“ der Nachkriegszeit waren in wirtschaftspolitischer Hinsicht dadurch gekennzeichnet, daß sich der Staat weitgehend auf die ordnungspolitische Gestaltung der Rahmenbedingungen beschränkte, was in erster Linie auf die Tatsache zurückzuführen ist, daß ein wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf in dieser Zeit als außerordentlich gering eingeschätzt werden kann, da es aufgrund des hohen Wachstums relativ problemlos gelang, Verteilungskonflikte und strukturelle Anpassungsprozesse ohne nennenswerte Friktionen zu bewältigen<sup>21</sup>.

Dieser Wachstumstrend wurde erstmals in der Rezession 1967 unterbrochen. Entsprechend den zu dieser Zeit dominierenden kreislauf- bzw. einkommenstheoretisch fundierten Politikkonzepten schalteten die öffentlichen Haushalte auf eine Politik des deficit-spending um, während die Geldpolitik bereits relativ früh im Herbst 1966 auf eine expansive Linie umschwenkte und die Ausgabenpolitik des Staates von der monetären Seite her abstützte. Bereits 1968 beschleunigte sich das Wachstum des Brutto-sozialproduktes daraufhin wieder und mündete in einen neuen, bis 1971 reichenden Konjunkturzyklus ein.

In der öffentlichen Diskussion wurde die antizyklische Konjunkturpolitik von 1967 als eindeutiger Erfolg gewertet. Erstmals hatte sich eine keynesianisch orientierte Stabilisierungspolitik in der Praxis bewährt und schien die Vorstellung von der „Machbarkeit“ der Konjunktur zu bestätigen.

## *2. Expansiv wirkende Geldpolitik bei Vollbeschäftigung: 1969 bis 1972*

Gegen Ende der 60er Jahre rückten zunehmend geld- bzw. währungspolitische Problemstellungen in den Vordergrund. Aufgrund des wachsenden

---

<sup>21</sup> Im Analyseschema entspricht die hier angedeutete Konstellation dem Feld (1).

Kosten- und Preisgefälles zum Ausland entwickelte sich ein allmählich stärker werdender Aufwertungsdruck auf die D-Mark, der insbesondere ab 1969 mit einem wachsenden Zustrom von Auslandsgeldern und einer entsprechenden Aufblähung der Bankenliquidität einherging.

Die Bundesbank geriet in diesem Zeitraum zunehmend in eine Konfliktsituation zwischen binnen- und außenwirtschaftlicher Orientierung, da der sich ab 1969 beschleunigende Preisauftrieb eine restriktive Politik erfordert hätte, während dagegen die Aufwertungserwartungen gegenüber der D-Mark und die Konstellation international eher niedriger Zinssätze eine Verschärfung der geldpolitischen Linie mit Rücksicht auf die Wechselkurs-Liquiditätsentwicklung nicht angezeigt erscheinen ließ.

Letztlich überwogen die außenwirtschaftlichen Zwänge aus der Einbindung der D-Mark in das Bretton Woods System, die eine wirksame Restriktionspolitik unmöglich machten. Um die außenwirtschaftlichen Einschränkungen ihrer Handlungsmöglichkeiten so gering wie möglich zu halten, versuchte die Bundesbank bis Ende 1972, durch eine Politik niedriger Zinssätze die Anreize zu weiteren spekulativen Kapitalimporten zumindest abzuschwächen.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung war eine solche Politik hingegen kontraproduktiv, da der Ende 1971, Anfang 1972 wieder einsetzende Konjunkturaufschwung von einer sehr hohen Inflationsrate von nahezu 6% aus einsetzte und von der durch die außenwirtschaftliche Konstellation erzwungenmaßen expansiv wirkenden Geldpolitik in keiner Weise aufgefangen werden konnte. Modellmäßig entsprach der Beginn der 70er Jahre damit einer Konstellation, in der die Geldpolitik bei gegebener Vollbeschäftigung zusätzlich expansiv wirkte.

Erst mit der Aufgabe des Festkurssystems im März 1973 kam die Geldpolitik wieder restriktiv zum Tragen. Das vordringlichste Ziel lag dabei klar in einem Auffangen der 1973 bei 6,9% liegenden Inflationsrate. Innerhalb weniger Tage nach der Wechselkursfreigabe gelang es der Bundesbank, die freien Liquiditätsreserven des Bankensystems auf ein technisch bedingtes Minimum herabzuführen, die Geldmarktzinsen erreichten Tagessätze von 30% und darüber.

Trotz dieser extrem restriktiven Linie erreichte es die Geldpolitik zunächst lediglich, die weitere Akzeleration der Preisentwicklung zu dämpfen, während der neue Handlungsspielraum der Bundesbank in die für den Fortgang der Entwicklung entscheidenden Inflationserwartungen – wenn überhaupt – nur sehr verzögert einging. Diese Einschätzung schlägt sich insbesondere in der Lohnrunde 1973/74 nieder, in der die adaptive Fort-

schreibung bisheriger Geldentwertungsraten in nominalen Lohnforderungen bis zu 15% und in tariflichen Lohnabschlüssen von um die 12% zum Ausdruck kommen.

Möglicherweise sind solche Verhaltensweisen damit zu erklären, daß sich die wechselkursbedingte „Kaltstellung“ der Geldpolitik zwischen 1969 und 1973 strukturell in einer Erwartungsbildungskonstellation niedergeschlagen hat, in der der Einfluß der Geldpolitik im Hinblick auf die Inflationsentwicklung entsprechend gering eingeschätzt wurde. Dadurch sah sich die Bundesbank gezwungen, ihre scharfe Restriktionspolitik bis in den Herbst 1974 hinein beizubehalten, obgleich eine solche Linie von der konjunkturellen Entwicklung her gesehen nicht mehr wünschenswert sein konnte, da der Höhepunkt der Konjunktur bereits 1973 überschritten wurde und sich für 1974 ein Einbruch abzeichnete. Parallel hierzu begannen die Preissteigerungsraten erst im Spätsommer 1974 im Zuge der konjunkturellen Abschwächung zu sinken und gaben der Geldpolitik dann Raum, ihren Kurs entsprechend abzumildern.

Es muß offen bleiben, inwieweit die Bundesbank eine entsprechende Konsolidierung der Preisentwicklung über einen längeren Zeitraum hinweg hätte strecken können, wodurch ein Teil der beschäftigungswirksam gewordenen Anpassungsfriktionen möglicherweise hätten vermieden werden können. Die Bedeutung einer Erwartungsbildung allerdings, die den Einfluß der Geldpolitik aufgrund der Erfahrungen zu Beginn der 70er Jahre ein lediglich geringes Gewicht bei der Inflationsbekämpfung beimaß, dürfte kurzfristig nicht ohne weiteres zu kompensieren gewesen sein. In dieser Situation sah sich die Geldpolitik offensichtlich vor das Problem gestellt, 1973/74 strukturelle Fehler zu korrigieren, die bereits früher aufgelaufen waren und deren Auswirkungen nun ausgerechnet in eine Phase fielen, in der eine solche Korrektur besonders schmerzlich sein mußte, in der ein Aufschieben dieses Prozesses die strukturellen Bedingungen für die Geldpolitik aber möglicherweise noch weiter verschlechtert hätte<sup>22</sup>.

### 3. Konjunkturstabilisierende Geldpolitik: 1973 bis 1978/79

In der erstmaligen Bekanntgabe eines quantitativen Zieles für ihre Politik Ende 1974 ist unter anderem auch eine Anpassung auf die angedeuteten veränderten Reaktionsbedingungen der Marktteilnehmer auf geldpolitische Maßnahmen zu sehen, wenn sie ausführt, der Anlaß für diesen Versuch sei vor allem, Fehlentwicklungen und kostspielige Lernprozesse wie 1974

---

<sup>22</sup> Vgl. Feld (2) des Analyseschemas.

zu vermeiden und die Linie der Geldpolitik etwas besser zu veranschaulichen<sup>23</sup>. Dabei wurde unter „kostspieligem Lernprozeß“ offensichtlich die Tatsache angesprochen, daß die Marktteilnehmer die Fähigkeit und möglicherweise auch den politischen Willen der Bundesbank, eine auf die Beschäftigungssituation negativ ausstrahlende Restriktionspolitik notfalls über längere Zeit durchzuhalten, unterschätzt hatten, so daß erst ein Anpassungsprozeß über reale Verluste notwendig wurde, um entsprechende Verhaltensänderungen zu induzieren.

Vielfach wurde, insbesondere in der öffentlichen Diskussion, der Übergang zu Geldmengenzielen gleichgesetzt mit einem grundsätzlichen Wechsel in der Bundesbankpolitik zu einem monetaristischen Geldbasiskonzept. Gegen eine solche Einschränkung sprechen jedoch insbesondere zwei Tatsachen: Zum einen machte die Bundesbank in entsprechenden Erläuterungen ihrer Politik immer wieder deutlich, daß es sich bei der Zentralbankgeldmenge nicht um eine auf der Entstehungsseite der Geldversorgung ansetzende, kausal auf den Wirtschaftsprozess einwirkende Größe handelt, sondern vielmehr um eine verwendungsorientierte Geldmengenkonstruktion, bei der der Informations- bzw. Orientierungscharakter im Vordergrund steht, indem sie angibt, wie sich die monetäre Entwicklung kontenmäßig im Bankensystem niedergeschlagen hat<sup>24</sup>.

Auf der anderen Seite machte die Bundesbank durch die jeweilige Zielrichtung ihrer Politik in der Folge des Übergangs zur Geldmengensteuerung deutlich, daß sie innerhalb des Rahmens der Geldmengenvorgabe nach wie vor einen entsprechenden Handlungsspielraum für eine antizyklische und den Konjunkturverlauf stützende Politik sah.

Der Zeitraum zwischen Herbst 1974 und der Jahreswende 1978/79 war in dieser Hinsicht dadurch gekennzeichnet, daß sich die Politik der Bundesbank relativ eng an die jeweilige konjunkturelle Situation anlehnte. Angesichts einer im Trend sinkenden Preissteigerungsrate sah sich die Geldpolitik in dieser Phase mit keinen grundsätzlichen Konfliktsituationen konfrontiert, so daß sich die konjunkturpolitische Orientierung der Bundesbank relativ problemlos darstellte. Im Rahmen des Analyseschemas ließe sich dieser Zeitraum mit dem Feld (3) kennzeichnen, in dem die keynesianische Situation einer konjunkturellen Arbeitslosigkeit einer antizyklischen keynesianischen Geldpolitik gegenübergestellt wird.

Einer der Nebeneffekte einer solchen Gewichtung konjunktureller Zielsetzungen ist in der Tatsache zu sehen, daß sämtliche Geldmengenziele von

---

<sup>23</sup> Vgl. z. B. *H. Schlesinger* (1978), S. 22.

<sup>24</sup> Vgl. *W. Ehrlicher* (1984).



1975 bis 1978 überschritten wurden. Angesichts der sinkenden Preise und einem gleichzeitigen konjunkturellen Handlungsbedarf erschien der Bundesbank ein solches Tolerieren der Geldmengenentwicklung vertretbar, hätte doch eine Einhaltung entsprechender Vorgaben eine – zum Teil wesentlich – restriktivere Politik erfordert, die in der gegebenen Situation politisch nicht akzeptabel zu begründen gewesen wäre. Lediglich von monetaristischer Seite, seit 1976 auch explizit vom Sachverständigenrat, wurden die Zielüberschreitungen zum Teil aufgrund einer daraus resultierenden Desavouierung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit, zum Teil auch aus grundsätzlichen theoretischen Überlegungen heraus kritisiert.

Nachdem die Preissteigerungsrate im Herbst 1978 ihren zyklischen Tiefpunkt erreichte und sich im Zusammenspiel mit dem Konjunkturaufschwung 1978/79 sehr schnell nach oben bewegte, gab die Bundesbank ihre bisher expansive Politik auf. Das Preisklima, insbesondere die Inflationserwartungen verschlechterten sich in der Folge weiter, als mit der Krise im Iran um die Jahreswende 1978/79 der zweite Ölpreisschock eingeleitet wurde und auch die Preissteigerungen bei den übrigen Importen im Inland spürbar wurden.

Der Problemdruck auf die Bundesbank verschärfte sich, als sich Ende 1979 wiederum eine Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums abzeichnete, während die Preisanpassungsprozesse noch nicht abgeschlossen waren. Bei grundsätzlicher restriktiver Orientierung ihrer Politik versuchte die Bundesbank zunächst dennoch, der konjunkturellen Lage in Grenzen Rechnung zu tragen und ihre Stabilisierungsbemühungen nicht zu übersteuern, was vor allem darin zum Ausdruck kam, daß sie die mit dem seit 1979 bestehenden Leistungsbilanzdefizit einhergehenden liquiditätsmäßigen Belastungen des Bankensystems kompensierte und tendenziell versuchte, den Zinsauftrieb auf den Kreditmärkten zu begrenzen.

#### *4. Erwartungsabhängigkeit der Geldpolitik in einem monetaristischen Umfeld: 1980 bis 1985*

In der laufenden Berichterstattung der Bundesbank zeichnete sich jedoch ungefähr seit dem Frühjahr 1980 insofern ein gewisser Prozeß der Umorientierung in der Politik ab, als zunehmend der Aspekt der „Glaubwürdigkeit“ des geldpolitischen Handelns im Hinblick auf die Aufrechterhaltung der inneren und äußeren Stabilität der Währung betont wurde, wobei „Glaubwürdigkeit“ und damit „Wirksamkeit“ der Geldpolitik mit dem Festhalten an einer strikt stabilitätsbetonten Linie gleichgesetzt wurden. Entsprechende Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Politik im Sinne der Fähigkeit

oder auch des politischen Willens, den Inflationsprozeß mit entsprechend restriktiven Maßnahmen aufzufangen, schlugen dabei insbesondere in der Entwicklung des Außenwerts der D-Mark nieder, der aufgrund hoher und über die Leistungsbilanzdefizite hinausgehender Kapitalabflüsse ab Januar 1980 gegenüber dem Dollar stark abwertete.

Mehrfach wird in diesem Zeitraum auf die engen Beziehungen zwischen einer in den Augen der Marktteilnehmer „richtigen“ – also antiinflationsorientierten – Geldpolitik, der Erwartungsstruktur der Disponenten auf den finanziellen Märkten und dem Ergebnis bestimmter geldpolitischer Maßnahmen abgestellt. In der Sicht der Bundesbank haben sich die Reaktionsmechanismen des Marktes im Vergleich zu den Jahren vor 1978 in diesem Zusammenhang ganz offensichtlich verschoben. Jeder Versuch – so die Bundesbank – den Anpassungsprozeß der Wirtschaft geldpolitisch zu erleichtern, wirke in der gegebenen Situation konterkarierend, da expansive geldpolitische Impulse angesichts der auf den Märkten vorherrschenden Erwartungsstruktur als preistreibend interpretiert würden und damit als ungeeignet, die konjunkturelle Entwicklung positiv zu beeinflussen.

Überspitzt formuliert sah sich die Bundesbank in ihrer Lageeinschätzung einer – lehrbuchmäßig eher paradoxen – Situation gegenüber, in der sie den größtmöglichen expansiven Beitrag leisten konnte, indem sie auf jegliche expansive Maßnahmen verzichtete. Eine solche Veränderung monetärer Impulswirkungen – sofern man davon ausgehen kann, daß die angedeutete Sicht der Bundesbank die tatsächlichen Zusammenhänge in diesem Zeitabschnitt zutreffend wiedergibt – läßt sich allein mit einer veränderten Erwartungsstruktur der Marktteilnehmer erklären.

Die zugrunde liegende Modellstruktur scheint sich ab dem genannten Zeitraum 1980/81 sehr stark monetaristischen Grundvorstellungen angenähert zu haben, in denen ein enger Zusammenhang zwischen der aktuellen Entwicklung der Geldmenge und des zukünftigen Preisniveaus in der Vordergrund gestellt wird und in denen eine expansive Geldpolitik bzw. ein Überschreiten vorgegebener Zielmargen mit inflatorischen Wirkungen gleichgesetzt wird und vice versa. Ein solcher Prozeß der Umorientierung einer großen Zahl von Marktteilnehmern dürfte dabei zum einen auf die zunehmende Verbreitung monetaristischer Vorstellungen über den Wirtschaftsablauf sowohl in der Theorie als auch in erster Linie in der öffentlichen Diskussion zurückzuführen sein. Zum anderen mögen hier die Erfahrungen im Anschluß an die Jahre 1975 bis 1978 eine gewisse Rolle gespielt haben, da die Kritiker der damaligen Bundesbankpolitik nun darauf verwiesen, der gegenwärtige Inflationsprozeß sei eine Folge der damaligen

Geldmengenüberschreitungen, eine Sicht, die von weiten Kreisen ohne weiteres übernommen wurde<sup>25</sup>.

Die Existenz eines dergestalt angedeuteten monetaristischen Umfeldes bzw. monetaristischer Erwartungsstrukturen zu Beginn der 80er Jahre zeigt sich in extremer Form in der Entwicklung ab 1981 in den USA, wo über einen langen Zeitraum hinweg ein enges Reaktionsmuster zwischen dem Verlauf der Geldmengenstatistiken und entsprechenden Anpassungen auf den Finanzmärkten zu beobachten ist: Überschritt die tatsächliche Geldmengenentwicklung die prognostizierten Werte, kam es in Antizipation der hierdurch angeblich steigenden Inflationsgefahr zu Zinserhöhungen, blieben sie dagegen unter diesen Werten, gaben die Zinssätze tendenziell nach.

Aber auch für die Bundesrepublik läßt sich zumindest für das Jahr 1983 die Existenz einer solchen „Geldmengenfalle“ im Sinne einer Orientierung der Erwartungen an der Geldmengenentwicklung und einer damit einhergehenden Beschränkung geldpolitischer Wirkungsmöglichkeiten andeutungsweise nachzeichnen. So stoppte der Zinssenkungstrend 1983, der sich aus fundamentaler Sicht durchaus weiter hätte fortsetzen können, unter anderem deshalb, weil die Geldmengenentwicklung seit Beginn des Jahres 1983 zum Teil erheblich über den Zielvorgaben lag und zusätzliche expansive Maßnahmen der Bundesbank in diesem Rahmen als stabilitätsgefährdend interpretiert wurden. Demgegenüber wirkte die Lombardsatzerhöhung im September stabilisierend auf die Erwartungen der Marktteilnehmer ein, da mit ihr eine Begrenzung der Geldmengenexpansion und damit eine Reduzierung angeblicher Inflationsgefahren assoziiert wurde, die trotz des direkten restriktiven Impulses über eine entsprechende Erwartungsbildung in der Folge zinssenkend wirkte.

Im Sinne des Analyseschemas läßt sich der Zeitraum zu Beginn der 80er Jahre dementsprechend mit Feld (4) kennzeichnen, in dem einem geldpolitischen Handlungsbedarf eine monetaristische Erwartungsstruktur gegenübersteht, die die Wirksamkeit einer beschäftigungsorientierten Geldpolitik zumindest sehr stark einschränkt und im Extremfall sogar ganz aufhebt. Durch die Fixierung der Erwartungen auf Geldmengenziele hat die Bundesbank einen Weg gefunden, stabilisierend auf die Inflationserwartungen einzuwirken. Sie ist damit jedoch gleichzeitig – möglicherweise unfreiwillig –

---

<sup>25</sup> Eine solche Sicht ist natürlich insofern richtig, als entsprechende Finanzierungsmöglichkeiten immer die Vorbedingung eines Inflationsprozesses darstellen. Wenn man dagegen einen kausalen Einfluß der Geldmenge auf die Preise bezweifelt, würde man a priori ein Instrument aus der Hand geben, mit dem man – unter bestimmten Rahmenbedingungen – sehr wohl konjunkturelle Anstoßwirkungen und damit eine Verbesserung der Beschäftigungssituation erreichen kann.

in eine Geldmengenfalle geraten, da durch die Orientierung der Menschen an der Geldmengenentwicklung andere, gleichzeitig mögliche Einflußkanäle der Geldpolitik weitgehend verloren gegangen sind, die unter der Voraussetzung anderer Reaktionsmuster der Marktteilnehmer auf expansive geldpolitische Maßnahmen durchaus wirksam sein könnten.

#### IV. Konsequenzen für die Geldpolitik

Geldpolitische Einflußmöglichkeiten und Grenzen scheinen sich – wie angedeutet – im Zeitablauf zu verschieben. Das Ergebnis des Zusammenwirkens von Markt und Politik ist damit offen: In diese Interdependenz fließt der Zusammenhang zwischen Theorie und Realität ein, was zu einer Erweiterung der Analyse zwingt.

Aufgrund ihres konditionalen Aufbaus beanspruchen theoretische Modelle immer nur bei Erfüllung bestimmter Annahmen Gültigkeit. In diesem Aufsatz wurde das Augenmerk dabei auf die Einbeziehung von Erwartungen gelegt, und es zeigte sich, daß bei der Untersuchung der Wirksamkeit expansiver Geldpolitik das Ergebnis weniger von der jeweiligen Erwartungshypothese bestimmt wird, als vielmehr vom zugrundeliegenden Strukturmodell.

Dessen Eigenschaften lassen sich nach verschiedenen Kriterien systematisieren und erlauben eine Dichotomisierung theoretischer Strömungen in keynesianische und monetaristische Argumentationsformen. Werden rationale Erwartungshypothesen in ihren unterschiedlichen Ausprägungen als die vermutlich einzig realistischen – weil ökonomischen – Arten der Erwartungsbildung auf die beiden Strukturmuster angewendet, sind damit zwei Erwartungsstrukturen gekennzeichnet, aus denen grundsätzliche Wirkungsunterschiede geldpolitischer Impulse ableitbar sind.

Stimmen nun Wirklichkeit und Erwartungsstruktur überein, was in diesem Aufsatz anhand zweier Situationsfelder konkretisiert wurde, ergibt sich geldpolitisch kein Problem. Wohl aber steht die Geldpolitik vor einem Dilemma, wenn die Erwartungsstruktur der Privaten nicht situationskonsistent ist. Daß diese Möglichkeit nicht nur theoretisch denkbar ist, wurde anhand der Bundesbankpolitik aufzuzeigen versucht.

Es erscheint nicht unplausibel anzunehmen, daß die Bundesbank durch ihre seit Mitte der siebziger Jahre propagierte Politik der Geldmengensteuerung wesentlich dazu beigetragen hat, die diesem Konzept zugrunde liegende monetaristische Erwartungsstruktur selber zu schaffen. Unter antiinflationpolitischen Gesichtspunkten war dies sicherlich hilfreich zur Steue-

rung von Inflationserwartungen, doch nun, unter konjunkturell veränderten Rahmenbedingungen, engt diese selbstgeschaffene Erwartungshaltung den Handlungsspielraum der Bundesbank ein.

Ein Ausweg aus diesem Dilemma der Selbstfesselung steht im Grunde nur offen, wenn die Bundesbank die angesprochenen Zusammenhänge in ihr Handeln mit einbezieht und damit auch auf die Erwartungsstruktur der Menschen Einfluß nimmt. Konkret hieße das in der gegenwärtigen Situation für die Bundesbank, an der vereinfachten quantitätstheoretischen Vorstellung, expansive geldpolitische Impulse würden immer nur preisniveausteigernd wirken, anzusetzen. Würde eine expansive Geldpolitik nicht mehr a priori mit einer „falschen“ Politik assoziiert, könnten sich neue Handlungsspielräume für einen beschäftigungspolitischen Beitrag ergeben.

### Literaturverzeichnis

Bell, D. und Kristol, I. (1984): Einleitung, in: Dies. (Hrsg.): Die Krise in der Wirtschaftstheorie, Berlin u. a. – *Deutsche Bundesbank*: Monatsberichte und Geschäftsberichte, verschiedene Jahrgänge. – Ehrlicher, W. (1977): Zur Monetarismus-Diskussion in „Kredit und Kapital“, in: Kredit und Kapital, 10. Jg., S. 429 - 460. – Ehrlicher, W. (1981 a): Geldtheorie und Geldpolitik I: Einführung: Der theoretisch-politische Doppelaspekt monetärer Probleme, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft Bd. 3, S. 355 - 360. – Ehrlicher, W. (1981 b): Geldtheorie und Geldpolitik III: Geldtheorie, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft Bd. 3, S. 374 - 391. – Ehrlicher, W. (1984): Monetarismus und Keynesianismus in der „Neuen Geldpolitik“, in: Kredit und Kapital, 17. Jg., S. 1 - 17. – Fischer, S. (1977): Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule, in: Journal of Political Economy, Vol. 85, S. 191 - 205. – Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy, in: American Economic Review, Vol. 58, S. 1 - 17. – Hof, F. X. (1983): Die Lucas-Angebotsfunktion (LAF), in: Quartalshefte der Girozentrale, 18. Jg., S. 73 - 96. – Keynes, J. M. (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money, London. – Klausinger, H. (1984): Fristigkeitsaspekte in der Theorie der Stabilisierungspolitik, in: Kredit und Kapital, 17. Jg., S. 180 - 198. – Knight, F. H. (1921): Risk, Uncertainty and Profit, Boston. – Kromphardt, J. (1984): Die Phillips-Kurve bei informierter Erwartungsbildung, Eine keynesianische Alternative zur Theorie der natürlichen Arbeitslosenquote, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 104. Jg., S. 631 - 644. – Malinvaud, E. (1977): The Theory of Unemployment Reconsidered, Oxford. – Pohl, R. (1983): Nicht-neutrale Inflation, in: Kredit und Kapital, 16. Jg., S. 458 - 478. – Rothschild, K. W. (1981): Einführung in die Ungleichgewichtstheorie, Berlin u. a. – *Sachverständigenrat*: Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, verschiedene Jahrgänge. – Schelbert, H. (1983): Neue Makroökonomik: Gegensätze und Gemeinsames, in: G. Bombach u. a. (Hrsg.): Makroökonomik heute: Gemeinsamkeiten und Gegensätze, Tübingen, S. 83 - 107. – Schlesinger, H. (1978): Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank 1967 - 1977, in: Kredit und Kapital, 11. Jg., S. 3 - 29. – Sinn, H.-W. (1984): Rationale Erwartungen, Rationierung und Rezession – Braucht keynesianische Poli-

tik dumme Bürger?, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 199, S. 158 - 178. – *Streißler*, E. (1983): Die „Neue Klassische Makroökonomie“ – Ein Überblick, in: Quartalshefte der Girozentrale, 18. Jg., S. 9 - 22. – *Tobin*, J. (1965): The Theory of Portfolio Selection, in: F. *Hahn*, F. P. R. *Brechling* (Hrsg.): The Theory of Interest Rates, London, S. 3 - 51. – *Tobin*, J. (1981 a): The Monetarist Counter-Revolution Today – An Appraisal, in: Economic Journal, Vol. 91, S. 29 - 42. – *Tobin*, J. (1981 b): Vermögensakkumulation und wirtschaftliche Aktivität – Bemerkungen zur zeitgenössischen makroökonomischen Theorie, München 1981. – *Wagner*, H. (1983): Wirtschaftspolitik im Lichte rationaler Erwartungen, in: Konjunkturpolitik, 27. Jg., S. 1 - 11.

## Zusammenfassung

### Situationskonsistente Erwartungsstruktur und Geldpolitik in der Bundesrepublik

Vor dem Hintergrund der aktuellen Arbeitslosigkeit wird den Chancen einer konjunkturpolitisch stabilisierenden, d. h. zur Zeit expansiven Geldpolitik nachgegangen. Dabei machen die theoretischen Überlegungen deutlich, daß die reale Wirksamkeit der Geldpolitik davon abhängt, daß Wirklichkeit und Erwartungsstruktur der Menschen übereinstimmen. Dagegen steht die Geldpolitik vor einem Dilemma, wenn die Erwartungen der Privaten auf einer Modellstruktur aufbauen, die der jeweiligen Situation nicht entspricht. Unter dem sich somit ergebenden Gesichtspunkt einer „situationskonsistenten Erwartungsstruktur“ wird die Bundesbankpolitik seit den 50er Jahren untersucht. In den letzten Jahren ist dabei eine im obigen Sinne situationsinkonsistente Konstellation zu beobachten, in der eine expansive Geldpolitik mit Inflationierung gleichgesetzt wird und damit zur Lösung der Beschäftigungsproblematik wenig beizutragen vermag. Die Geldpolitik kann dieser teilweise selbstgeschaffenen Einschränkung ihres Handlungsspielraums entkommen, indem sie die allzu schlichte quantitätstheoretische Grundlage der gegenwärtig vorherrschenden Erwartungsstruktur zu beeinflussen sucht.

## Summary

### Situation-consistent Expectation Structure and Monetary Policy in the Federal Republic

Against the background of the current unemployment, the chances are now being ventilated of a trade-cycle stabilizing, i.e. at the present time, an expansive monetary policy. The theoretical deliberations make it clear that the real effectiveness of monetary policy depends on congruity of reality and the expectation structure of the people. On the other hand, monetary policy is faced with a dilemma when the expectations of private persons are based on a model structure which is not consonant with the given situation. From the standpoint of a “situation-consistent expectation structure”, Bundesbank policy since the nineteen-fifties is examined. In the past few years, a Situation-inconsistent constellation has been observed, in which an expansive policy is equated

with inflation and thus incapable of contributing to the solution of employment problems. Monetary policy can evade this partially self-made restriction of its leeway for action by trying the all too simple quantity-theory basis of the currently prevailing expectation structure.

## Résumé

### **Structure des attentes correspondant à la situation et politique monétaire en République fédérale d'Allemagne**

Face au chômage actuel, on analyse les chances d'une politique monétaire stabilisant la conjoncture, c'est-à-dire pour le moment expansive. Les considérations théoriques montrent clairement que la politique monétaire ne peut être réellement efficace que si la réalité correspond à la structure des attentes. La politique monétaire se trouve par contre devant un dilemme lorsque les attentes des personnes privées se basent sur une structure de modèle qui ne correspond pas à la situation actuelle. La politique de la Bundesbank depuis les années 50 est ainsi analysée sous le point de vue d'une « structure des attentes correspondant à la situation ». Au cours des dernières années, on peut observer une constellation ne correspondant pas à la situation, dans le sens décrit ci-dessus: une politique monétaire expansive mise sur le même plan que l'inflation et, par là, contribuant peu à résoudre le problème de l'emploi. La politique monétaire peut échapper à cette restriction qu'elle a en partie créée elle-même en cherchant à influencer la base théorique quantitative par trop simple de la structure des attentes dominant à l'heure actuelle.