

# **Widersprüche in der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank**

Von Hermann Ribhegge\*, Münster

## **I. Einleitung**

Die Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank ist immer wieder in das Kreuzfeuer der Kritik geraten. So bezweifelt *Schröder* (1981), daß die Deutsche Bundesbank überhaupt eine potentialorientierte Geldmengenpolitik verfolgt, so wie sie es mit der Vorgabe eines Geldmengenzieles (Bestimmung einer Zielgröße für die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge des jeweils nächsten Jahres) anstrebt. *Rohde* (1982) kritisiert die Verfahrensweise, wie das Geldmengenziel quantifiziert wird. *Buscher / Schröder* (1983) bezweifeln, daß aufgrund der Instabilität der Geldnachfrage eine potentialorientierte Geldmengenpolitik überhaupt sinnvoll ist. Und *Geigant* (1982, S. 117) bezeichnet die Politik als „Bundesbank-Hokuspokus“, die nur zur Verunsicherung und zur Destabilisierung führe.

Auf all die angeführten Kritikpunkte soll und kann hier nicht eingegangen werden. Vielmehr wird in diesem Beitrag anhand der Verlautbarungen der Deutschen Bundesbank geprüft, inwieweit die Geldpolitik der Bundesbank regelgebunden und in sich konsistent ist. Zuerst wird ein kurzer Überblick über die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank gegeben und aufgezeigt, daß sich zumindest in den Verlautbarungen der Bundesbank ein gewisser Wandel in ihrer theoretischen Ausrichtung andeutet (Abschnitt II).

Im anschließenden III. Abschnitt wird untersucht, ob nicht eine gewisse Diskrepanz zwischen den Verlautbarungen der Bundesbank und ihrer faktisch betriebenen Politik besteht. Es wird nachgewiesen, daß, obwohl die Bundesbank eine regelgebundene potentialorientierte Geldpolitik ankündigt, sie sich faktisch durch ihre Zielvorgaben einen umfangreichen diskretionären Spielraum verschafft. Schließlich wird im IV. Abschnitt analysiert, inwieweit durch die Vorgabe eines Zielkorridors überhaupt ein Beitrag zur Sicherung des Geldwertes geleistet wird.

---

\* Den Kollegen Prof. Dr. W. Kösters und Prof. Dr. M. Neldner danke ich für wertvolle Hinweise.

## II. Phasen der Geldmengenpolitik

Betrachtet man das geldpolitische Konzept, das die Bundesbank seit 1974 verfolgt<sup>1</sup>, so kann man ihre Geldpolitik in drei Phasen einteilen (siehe Übersicht).

In der ersten Phase von 1975 bis 1978 gab sich die Bundesbank ein eindeutig quantifiziertes Punktziel für die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge vor (siehe Tabelle 1). Dieses Ziel wurde – von der Zielvorgabe für 1975 abgesehen – als Durchschnittsziel bestimmt. Die Zentralbankgeldmenge sollte im Jahresdurchschnitt um  $x\%$  zunehmen. Hauptsächliches Anliegen der Bundesbank war es in dieser Phase, inflationären Tendenzen aus dem In- und Ausland entgegenzuwirken, denn die drastischen Ölpreissteigerungen der 70er Jahre stellten eine große Herausforderung für die stabilitätsorientierte Geldmengenpolitik der Bundesbank dar.

Um konjunkturelle Fehlsteuerungen zu vermeiden, war die Deutsche Bundesbank bestrebt, eine potentialorientierte Geldmengenpolitik zu betreiben. Die Determinanten dieser potentialorientierten Geldmengenpolitik waren – sieht man von systematischen Änderungen in der Geldumlaufgeschwindigkeit ab – die Änderung des realen Produktionspotentials und des Auslastungsgrades sowie die unvermeidliche Preissteigerungsrate. Nach den Vorstellungen des *Sachverständigenrates* (1975/76, Ziff. 398), der dieses Konzept der unvermeidlichen Preissteigerungen entwickelt hat, sind diejenigen Preissteigerungen unvermeidlich, „die sich auch bei Stabilisierung des inländischen Kostenniveaus nicht vermeiden lassen, ohne die Beschäftigung zusätzlich zu beeinträchtigen“.

Mit der Geldmengenzielvorgabe für das Jahr 1979 vollzog die Bundesbank eine Änderung in ihrer geldpolitischen Strategie. In dieser II. Phase von 1979 bis 1983 verzichtete sie darauf, weiter ein festes Punktziel vorzugeben. Die starken Soll-Ist-Abweichungen in der I. Phase und besonders 1978 hatten die Glaubwürdigkeit ihrer Zielvorgaben stark erodieren lassen und waren für sie Anlaß, von vornherein Abweichungen von dem Punktziel zuzulassen. Um die für die II. Phase grundlegende Zielsetzung, Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen und Soll-Ist-Abweichungen bei der Zentralbankgeldmenge weitgehend auszuschließen, gab sich die Bundesbank für die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge einen Zielkorridor mit einer Bandbreite von 3% vor. Darüber hinaus wurde das Geldmengenziel nicht mehr als Durchschnittsziel, sondern als Verlaufsziel definiert.

<sup>1</sup> Siehe hierzu im einzelnen *Deutsche Bundesbank* (1985), insbesondere bezüglich des Wandels der Geldmengenpolitik S. 93f., sowie die laufenden Monatsberichte und die Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

Übersicht

Phase	Zeitraum	dominante Zielsetzung	Theoretische Ausrichtung	Bestimmung der Inflationsrate	Zielform	Zieltyp	Geldmengenregel
I	1975	Absorption	Übernahme von monetaristischen Überlegungen	unvermeidliche Preissteigerungsrate	Verlaufsziel	Punktziel	deterministisch
	1976 – 1978	außenwirtschaftlicher Schocks			Durchschnittsziel		
II	1979 – 1983	Gewinnung an Glaubwürdigkeit	Übernahme von monetaristischen Überlegungen	unvermeidliche Preissteigerungsrate	Verlaufsziel	Zielkorridor Bandbreite 3 %	konditional
	1984 – 1986	Wahrung der wiedererlangten Geldwertstabilität	Übernahme von Politikempfehlungen der Theorie rationaler Erwartungen	unvermeidliche Preissteigerungsrate	Verlaufsziel	Zielkorridor Bandbreite 2 %	stochastisch
III	1987			erwartete Inflationsrate		3 %	

Tabelle 1

**Geldmengenziele und ihre Realisierung (in %)**

Jahr	Ziel: Wachstum der Zentralbankgeldmenge			Tatsächliche Entwicklung (gerundete Zahlen)		Ziel erreicht
	im Verlauf des Jahres <sup>1)</sup>	im Jahresdurchschnitt	Konkretisierung im Verlauf des Jahres	im Verlauf des Jahres <sup>1)</sup>	im Jahresdurchschnitt	
1975	8	–	–	10	–	nein
1976	–	8	–	–	9	nein
1977	–	8	–	–	9	nein
1978	–	8	–	–	11	nein
1979	6 – 9	–	Unter-grenze	6	–	ja
1980	5 – 8	–	Unter-grenze	5	–	ja
1981	4 – 7	–	untere Hälften	4	–	ja
1982	4 – 7	–	obere Hälften	6	–	ja
1983	4 – 7	–	obere Hälften	7	–	ja
1984	4 – 6	–	–	5	–	ja
1985	3 – 5	–	–	–	–	–

1) Jeweils vom vierten Quartal des Vorjahres bis zum vierten Quartal des laufenden Jahres: 1975: Dezember 1974 bis Dezember 1975.

Vgl. Quelle: Deutsche Bundesbank (1985, S. 90).

Die Bundesbank kündigte nicht mehr an, wie sich die Zentralbankgeldmenge durchschnittlich von Monat zu Monat des nächsten Jahres entwickeln soll, sondern teilte mit, daß sich die Geldmenge vom vierten Quartal des Vorjahres bis zum vierten Quartal des anstehenden Jahres um  $x\% +/- 1,5\%$  entwickeln sollte<sup>2</sup>. Kurzfristige Überschreitungen des Geldmengenkorridors in den ersten drei Quartalen des anstehenden Jahres wurden bewußt in Kauf genommen. Durch die Vorgabe eines Korridors und eines Verlaufsziels wollte sich die Deutsche Bundesbank (1985, S. 94) einen Spielraum verschaffen, „um auf unerwartete Störungen in der Entwicklung der Konjunk-

<sup>2</sup> Dieses Geldmengenziel wurde zum ersten Mal am 13./14.12.1978 beschlossen. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1979/H. 1, S. 5).

tur, der Preise und des Wechselkurses reagieren zu können, ohne dabei die Glaubwürdigkeit der Geldmengensteuerung aufs Spiel zu setzen“. Sie wollte die Voraussetzungen dafür schaffen, flexibel auf die „bestehenden Unsicherheiten hinsichtlich der Dynamik der Konjunktur und der außenwirtschaftlichen Lage“<sup>3</sup> reagieren zu können.

Zur Jahresmitte sollte jeweils eine Zielüberprüfung stattfinden, um zu klären, ob im weiteren Jahresverlauf die untere oder die obere Grenze des Korridors angesteuert werden soll<sup>4</sup>. Durch die Vorgabe eines Korridors wollte sich die Bundesbank – so zumindest nach ihren Verlautbarungen – aber keinen Freiraum für eine diskretionäre Geldmengenpolitik verschaffen; vielmehr sollte die Vorgabe eines Geldmengenkorridors den Rahmen für eine konditionale Geldmengenpolitik abgeben, auf die wir später noch eingehen werden<sup>5</sup>. Die Bundesbank war bestrebt, sich innerhalb des vorgegebenen Korridors bei der Gestaltung ihrer Geldmengenpolitik einer Regel zu unterwerfen, die für die Unternehmen und Verbände kalkulierbar war. „In welcher Weise der Spielraum zwischen der unteren und der oberen Grenze der Bandbreite von der Geldpolitik ausgefüllt wird, hängt von der weiteren konjunkturellen und außenwirtschaftlichen Entwicklung ab“<sup>6</sup>. Sie sah bei ihrer Politik eine Strategie der Selbstbindung in konditionaler Form („wenn, dann“) vor, die nach ihrer Ansicht nur einen geringen Spielraum für diskretionäre Maßnahmen ließ.

Einen gewissen Wandel in ihrer Geldmengenpolitik stellte der Übergang von der Phase II zur Phase III dar. Während es in den ersten beiden Phasen der Geldmengenpolitik wohl zu gewissen Modifikationen im Instrumenteneinsatz als auch in der generellen Zielsetzung kam, aber sich die theoretische Grundausrichtung, die man wohl als tendenziell monetaristische (im Sinne des Monetarismus Mark I) interpretieren kann, nicht änderte, sprechen gewisse Maßnahmen und Ankündigungen der Bundesbank, auf die wir noch eingehen werden, dafür, daß sich die Bundesbank einige Politikempfehlungen der Theorie rationaler Erwartungen (Monetarismus Mark II) zu eigen gemacht hat.

Dieser Wechsel wurde von der Deutschen Bundesbank nie besonders betont, sondern er wurde nur mehr oder weniger beiläufig bei der Bekanntgabe der Geldmengenziele für 1984 und 1985 erwähnt. Für das Geldmengenziel für 1984 wurde die Bandbreite von 3% auf 2% reduziert, da nach

<sup>3</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1979, S. 16.

<sup>4</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank* (1985, S. 93).

<sup>5</sup> Diese Charakterisierung findet man auch bei *Kloten* (1986, S. 2), der von einer Konditionierung spricht.

<sup>6</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1978, S. 14.

Ansicht der Bundesbank im Jahre 1984 die „Unsicherheiten über die allgemeine Wirtschaftsentwicklung und die auf absehbare Zeit erkennbaren Preistendenzen … weniger ausgeprägt … als in den vergangenen Jahren“<sup>7</sup> seien. Wichtiger als diese mehr technische Maßnahme war aber, daß die Bundesbank auf die Angabe „einer Klausel verzichtet hat, den mit dem Zielkorridor gegebenen Spielraum situationsgebunden zu nutzen“ (*Sachverständigenrat*, 1984/85, Ziff. 211) und so den Weg für eine konsequenteren potentialorientierte Geldmengenpolitik ebnete. Der Zielkorridor wurde von der Bundesbank nicht mehr als Rahmen für „wirtschaftspolitische Vorbehaltsklauseln“ (*Deutsche Bundesbank*, 1985, S. 96), sondern als „Unsicherheitsmarge“<sup>8</sup> interpretiert und diente dazu, „statistisch bedingte Schwankungen eines so komplexen Aggregats wie der Zentralbankgeldmenge aufzufangen“<sup>9</sup>. Mit dieser Änderung bei der Bestimmung des Zwischenziels der Geldmengenpolitik deutet sich auch ein gewisser Wandel in der theoretischen Ausrichtung der Geldmengenpolitik der Bundesbank an. Die neue Formulierung des Zwischenziels entspricht genau der Interpretation einer Geldmengenregel, wie sie die Theorie rationaler Erwartungen unterstellt. Danach besteht die Geldmengenregel als Politikregel aus einer deterministischen Komponente, dem Geldmengenziel, die vom privaten Sektor voll antizipiert werden kann, und einer Zufallskomponente, die im allgemeinen als normal verteilt angesehen wird<sup>10</sup>. Daß sich zumindest „rein verbal“ eine Anlehnung an die immer mehr an Einfluß gewinnende Theorie rationaler Erwartungen andeutet, wird deutlich, wenn wir berücksichtigen, daß die Bundesbank Ende 1984 das Konzept der unvermeidlichen Preissteigerungsrate aufgegeben hat<sup>11</sup> und statt dessen von der erwarteten Entwicklung des Preisniveaus spricht, womit sie den Überlegungen der Theorie rationaler Erwartungen gerecht wird<sup>12</sup>.

Diese stärkere Anlehnung an die Überlegungen der Theorie rationaler Erwartungen wurde dadurch erleichtert, daß sich die stabilitätspolitische

---

<sup>7</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1983/H. 12, S. 9).

<sup>8</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1983, S. 41.

<sup>9</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1986/H. 1, S. 15).

<sup>10</sup> Andererseits ist aus der Sicht der Theorie rationaler Erwartungen kritisch darauf hinzuweisen, daß die Marge viel zu groß ist. „Die geldtheoretische Forschung ist inzwischen so weit, zu zeigen, daß die Zentralbankgeldmenge von Monat zu Monat mit einem durchschnittlichen Kontrollfehler von +0,3 % p. a. gesteuert werden kann“ (*Neumann*, 1985, S. 90).

<sup>11</sup> „Mit der Ende 1984 weitgehend erreichten Preisstabilität wurde das Konzept des unvermeidlichen Preisanstiegs entbehrliech“ (*Deutsche Bundesbank*, 1985, S. 91).

<sup>12</sup> Auch hier ist die Begriffsbildung bei der Bundesbank nicht ganz einheitlich, spricht sie doch in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1986 rückblickend vom tolerierten Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus in 1986.

Lage grundlegend geändert hatte. Die verfestigten Inflationserwartungen waren durchbrochen und eine Phase relativer Preisniveaustabilität verwirklicht worden, einhergehend mit einer gestiegenen Glaubwürdigkeit der Bundesbank, die jeweils angekündigte Geldmengenentwicklung auch zu realisieren.

Da aber im Jahre 1986 die obere Marge des Zielkorridors um gut 2 % überschritten wurde, was nach Ansicht der Bundesbank zu einer neuen Gefährdung des Geldwertes geführt hatte, sah sich die Bundesbank, wie sie in ihrem Monatsbericht für den Januar 1987 auf S. 14 schreibt, veranlaßt, aufgrund „der ausgeprägten Schwierigkeiten beim geldpolitischen Einstieg“ den Zielkorridor für 1987 auf 3 % auszuweiten.

### **III. Die Geldmengenpolitik: regelgebunden oder diskretionär?**

Es wird aber nicht nur die konzeptionelle Ausrichtung der Bundesbank kritisiert, sondern es wird auch bezweifelt, daß die Bundesbank tatsächlich eine trendorientierte und dabei regelgebundene Geldmengenpolitik betreibt. Obwohl die Bundesbank vorgibt, eine solche Geldmengenpolitik zu verfolgen, sehen Schröder (1981, S. 627) und Pohl (1983, S. 308) durchaus diskretionäre Elemente in der Politik der Bundesbank. Stellt man aber z.B. die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und des Produktionspotentials in Beziehung (siehe Abb. 1), so bedarf es zumindest einer eingehenden Untersuchung, ob die Bundesbank tatsächlich keine potentialorientierte Politik betreibt.

Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (1973, S. 600) versteht „unter dem Begriff Regelmechanismus wirtschaftspolitische Vorkehrungen, die darauf hinauslaufen, daß an die Stelle fallweise zu treffender Entscheidungen Handlungen treten, die ganz oder teilweise durch im voraus und im Prinzip auf Dauer angelegte Regelungen bestimmt sind“. Im Gegensatz dazu beinhaltet eine diskretionäre Politik Entscheidungen von Fall zu Fall, die oft nur schwer antizipierbar sind, weshalb eine solche Politik von den Monetaristen als unzureichend angesehen wird.

Die Übergänge zwischen diskretionärer und regelgebundener Politik sind fließend. Je weniger die Handlungsspielräume der wirtschaftspolitischen Entscheidungsinstanzen durch Regelmechanismen eingeschränkt werden, um so eher kann man von einer diskretionären Politik sprechen. „Erst wenn derartige Spielräume auf Null zusammenschrumpfen, kann man von einem vollständigen Regelmechanismus sprechen“ (Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft, 1973, S. 602).

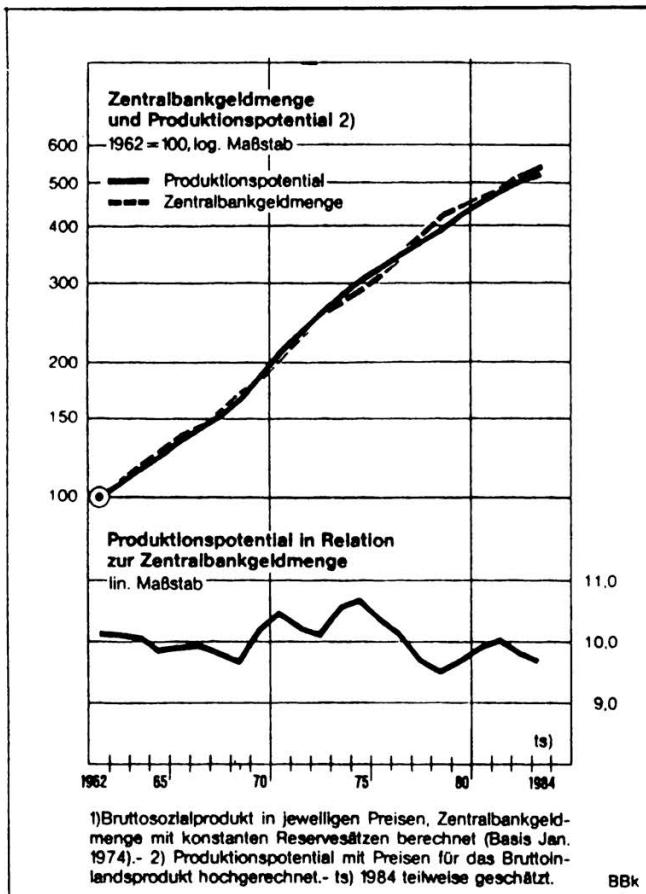


Abbildung 1

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1985/H 1, S. 21).

Ob eine regelgebundene Politik vorliegt, hängt davon ab, inwieweit die Entscheidungsinstanzen über einen diskretionären Spielraum verfügen. Nun unterscheidet aber die Bundesbank (1985, S. 101f.) „drei Ebenen ihrer Politik“: die Instrumentenebene, die Geldmarktebene sowie die Zwischenzielebene.

Von Interesse ist hier die Instrumenten- und die Zwischenzielebene. Auf beide Ebenen kann sich eine regelgebundene Politik beziehen. Auf der Instrumentenebene betreibt aber die Bundesbank eindeutig eine diskretionäre Politik<sup>13</sup>. Auf dieser Ebene beeinflusst sie den Wirtschaftsablauf mit

<sup>13</sup> „Es wäre ökonomisch sinnlos, die Zentralbank dazu zu verpflichten, etwa den Diskontsatz oder den Lombardsatz oder eine andere Instrumentvariable konstant zu

„fallweise beschlossenen Feinsteuerungsmaßnahmen“<sup>14</sup>. Im Geschäftsbericht für 1982, S. 33, spricht sie von einer „Phase abtastender Feinsteuerungsmaßnahmen“ sowie im Geschäftsbericht für 1984, S. 36, von „zins- und liquiditätspolitischen Feinadjustierungen“.

Völlig anders stellt sich ihre Politik auf der Zwischenzielebene dar. Auf dieser Ebene betreibt sie nach ihrem Selbstverständnis durchaus eine potentialorientierte regelgebundene Geldpolitik. Nun könnte man den Streitpunkt, auf welche Ebene man sich beziehen soll, wenn es um die Einordnung der Geldpolitik der Bundesbank geht, als einen rein akademischen abtun. Es verbirgt sich aber hinter dieser Frage ein brisanter Problemkreis<sup>15</sup>. Es geht darum, ob sich die Unternehmen und die Tarifparteien bei ihrer Politik am Zwischenziel oder am Instrumenteneinsatz der Deutschen Bundesbank orientieren<sup>16</sup>. Richten sich die Akteure bei der Bildung ihrer Preiserwartungen an der Geldmenge aus, wie dies in der Theorie rationaler Erwartungen unterstellt wird, oder orientieren sie sich an den Signalwirkungen des Instrumenteneinsatzes<sup>17</sup>? Eine potentialorientierte Geldmengenpolitik würde z.B. nicht die erwünschte Erwartungssicherheit ermöglichen, wenn sich die Unternehmer und Gewerkschaften an der Art und Weise ausrichten, wie die Bundesbank auf der Instrumentenebene ihre Grob- und Feinsteuerung betreibt<sup>18</sup>.

Es muß weiter geprüft werden, ob die Bundesbank die angekündigte potentialorientierte Geldmengenpolitik auch tatsächlich verwirklicht. Gerade in der ersten Phase sind erhebliche Soll-Ist-Abweichungen bei der Geldmengenentwicklung aufgetreten. Wenn es auch in der zweiten und dritten Phase nach Meinung der Bundesbank immer zu einer Zielerfüllung kam

halten. Deswegen ist Zentralbankpolitik unausweichlich eine Politik des Reagierens und Agierens“ (Ketterer / Grössl-Geschwendtner, 1986, S. 53).

<sup>14</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1980, S. 33.

<sup>15</sup> Dieses Problem ist besonders brisant, wenn man wie z.B. Pohl (1986, S. 589) annimmt, daß eine Verstetigung der Geldmengenentwicklung zu einer Destabilisierung der Entwicklung anderer Indikatoren, wie die Zinsen und die Wechselkurse, führt, an denen sich die Wirtschaftssubjekte unter Umständen bei ihrer Beurteilung der Geldpolitik orientieren könnten.

<sup>16</sup> Mit einem analogen Problem im Rahmen der Theorie rationaler Erwartungen setzt sich King (1982) auseinander.

<sup>17</sup> Inwieweit die Geldmengenpolitik den Unternehmen und Verbänden als glaubwürdig erscheint, hängt oft wesentlich von der Art und Weise des Instrumenteneinsatzes ab.

<sup>18</sup> Ketterer / Grössl-Geschwendtner (1986, S. 53 f.) halten die Vorgabe eines Geldmengenzieles für wenig informativ. „Wer, außerhalb der akademischen Welt, weiß schon, was eine Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen bedeutet?“ Auch Oberhauser (1987, S. 128) bezweifelt die „Informationsfunktion von Geldmengenzielen“.

(siehe Tabelle 1), so muß man doch für die Jahre 1980 und 1981 gewisse Zweifel bezüglich der Zielerfüllung anmelden (siehe Abb. 2). Unumstritten ist, daß im Jahre 1986 eine Zielüberschreitung eingetreten ist, was aber, wie die Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht für 1986 S. 35 schreibt, seit 1978 das erste Mal gewesen sei.

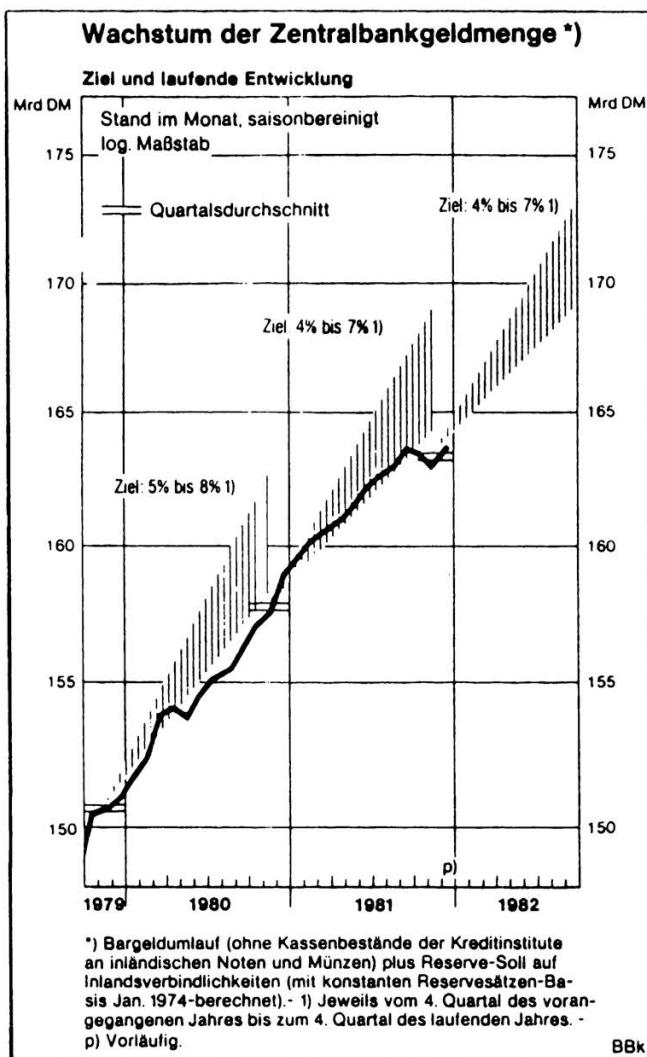


Abbildung 2

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1982/H. 1, S. 6).

Dadurch, daß sich die Bundesbank kein Punktziel, sondern eine Bandbreite für die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge vorgab, hat sie ihren Handlungsspielraum für eine diskretionäre Politik erweitert. Die rein potentialorientierte Politik ist darüber hinaus in der zweiten Phase durch eine Kombination von potentialorientierter und antizyklischer regelgebundener Politik ersetzt worden, wodurch sich der Handlungsspielraum der Bundesbank zusätzlich erweiterte. Die Bundesbank kündigt mit der Angabe des Geldmengenzieles an, wie sie ihren Handlungsspielraum, der ihr durch den Korridor gegeben ist, nützen will, wenn konjunkturelle und sonstige Fehlentwicklungen auftreten. Da diese antizyklische Komponente nie *ex ante* eindeutig quantifiziert worden ist – die Bundesbank hat nie angekündigt, wie sie exakt auf Fehlentwicklungen reagieren will – ist der Selbstbindungsgrad, der durch eine regelgebundene Politik verwirklicht werden soll, relativ gering, und es ist zu prüfen – was im IV. Abschnitt geschehen soll –, ob diese konditionale Politik überhaupt einen Informationsgehalt für die Unternehmen und die Tarifparteien besitzt.

Eine auf den ersten Blick rein statistische Modifikation hat für die Beurteilung der Geldmengenpolitik der Bundesbank weitreichende Bedeutung. Bei der Zielbestimmung verwendet die Deutsche Bundesbank seit 1979 kein Durchschnittsziel, sondern ein reines Verlaufsziel, wie sie es schon einmal 1975 verwendet hat. Sie kündigt an, wie sich die Geldmenge vom 4. Quartal des jeweiligen Jahres auf das 4. Quartal des nächsten Jahres ändern soll. Sie behält sich vor zu bestimmen, wie sich die Geldmenge in den ersten drei Quartalen entwickeln soll. In den ersten drei Quartalen können durchaus gravierende Abweichungen vom Korridor auftreten. So wurde 1980 und 1981 der Zielkorridor unterschritten und 1983 überschritten (siehe Abb. 2 sowie den Monatsbericht (1985/H. 1, S. 6)). Folgende drei recht unterschiedliche Entwicklungen der Geldmenge wären mit dem Verlaufsziel der Bundesbank vereinbar (siehe Abb. 3) und würden eine Sollerfüllung implizieren.

In allen drei Fällen a) bis c) liegen Entwicklungen der Geldmenge vor, die nach Ansicht der Bundesbank im gleichen Ausmaß dem gesetzten Geldmengenziel gerecht werden<sup>19</sup>. Wesentliche Aufgabe der Installierung eines Regelmechanismus ist es aber, den Unternehmen und den Tarifparteien als Leitlinie für ihre Politik zu dienen. Es muß bezweifelt werden, daß das Ver-

<sup>19</sup> Dazu heißt es im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank (1983/H. 7, S. 5 f.): „Wie in diesen Berichten schon früher erwähnt, ging das Wachstum der Geldmenge im bisherigen Jahresverlauf über den von der Bundesbank gesetzten Rahmen hinaus. Hierbei ist freilich anzumerken, daß sich das Geldmengenziel ausdrücklich auf den Jahreszeitraum vom 4. Quartal des Vorjahres zum 4. Quartal des laufenden Jahres bezieht; kurzfristige Abweichungen von dieser Zielsetzung müssen also keineswegs schon als eine Fehlentwicklung betrachtet werden.“

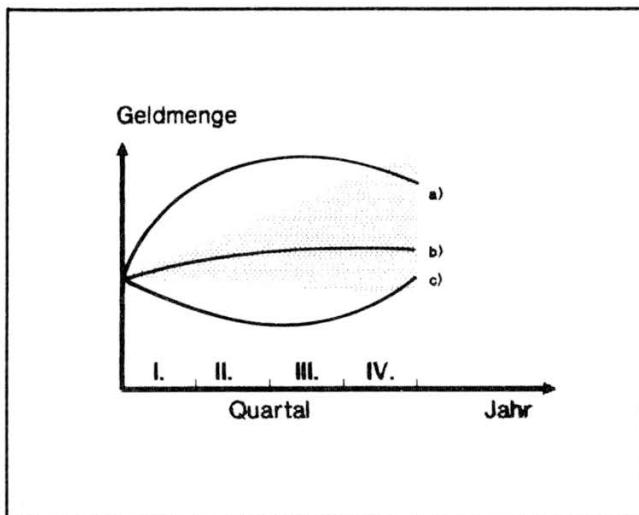


Abbildung 3

laufziel der Bundesbank diese Informationsfunktion erfüllen kann. Für die Akteure des privaten Sektors stellt sich die Geldmengenpolitik der Bundesbank in den ersten drei Quartalen als vollkommen diskretionäre Politik dar und führt eher zur Verunsicherung<sup>20</sup>. Deshalb kann man die Ankündigung eines Verlaufsziels als eine ein Jahr im voraus angekündigte diskretionäre Maßnahme bezeichnen, die so wenig mit einem Regelmechanismus gemein hat, wie die Ankündigung der Bundesregierung, im nächsten Jahr den Einkommenssteuersatz um  $x\%$  zu ändern. Von regelgebundener Politik kann man nur dann sprechen, wenn eine Regel auf Dauer angelegt ist.

Die Bundesbank kündigt die geplante Entwicklung der Geldmenge nur für das nächste Jahr an und wird deshalb neuerdings vom Sachverständigenrat kritisiert, der eine mittelfristig orientierte Politik fordert<sup>21</sup>. Diese jeweils nur auf ein Jahr angelegte Politik kann durchaus zu einer Verunsicherung der Unternehmen und Tarifparteien führen, die über mehrere Jahre hin planen. Betrachten wir dazu die Geldmengenpolitik für die Jahre 1987

<sup>20</sup> Eine völlig andere Auffassung vertritt der *Sachverständigenrat* (1983/84, Ziff. 197): „Für die Beurteilung der Geldpolitik ist es von nachrangiger Bedeutung, ob die Zentralbankgeldmenge im Verlauf der Jahre stetig oder unstetig ausgeweitet worden ist. Für eine kurze Frist, also einen Zeitraum von wenigen Monaten, ist weder ein Überschießen noch ein Unterschreiten des Zielpfades für die Konjunktur, für den Kapitalmarktzins oder für die Geldwertentwicklung bedeutsam. Worauf es ankommt, ist die Expansion über einen längeren Zeitraum, ungefähr ein Jahr.“

<sup>21</sup> Siehe z.B. *Sachverständigenrat* (1985/86, Ziff. 235 ff.).

und 1988 aus der Sicht eines Unternehmens, das zu Ende 1986 seine Investitionen für die nächsten Jahre plant. Dieses Unternehmen kennt den von der Bundesbank für das Jahr 1987 geplanten und angekündigten Korridor des Geldmengenziels. Es weiß aber nicht, ob der obere oder untere Bereich des Korridors realisiert wird. Für das Jahr 1988 treten dann zwei – wenn auch nicht stochastisch unabhängige – Unsicherheitselemente für das Unternehmen auf. Es kennt 1. nicht das realisierte Geldmengenziel für 1987 und 2. nicht das angekündigte Geldmengenziel für 1988 sowie die Abweichungen von diesem Ziel, so daß es bei seiner Investitionsplanung nicht weiß, welche der beiden im Extremfall möglichen Entwicklungen der Geldmenge in den nächsten beiden Jahren eintreten werden: der Fall a) einer stark expansiven Politik oder der Fall b) einer stark restriktiven Politik (siehe Abb. 4), wobei wir vereinfachend unterstellen, daß sich die Geldmenge immer im jeweiligen Korridor bewegt.

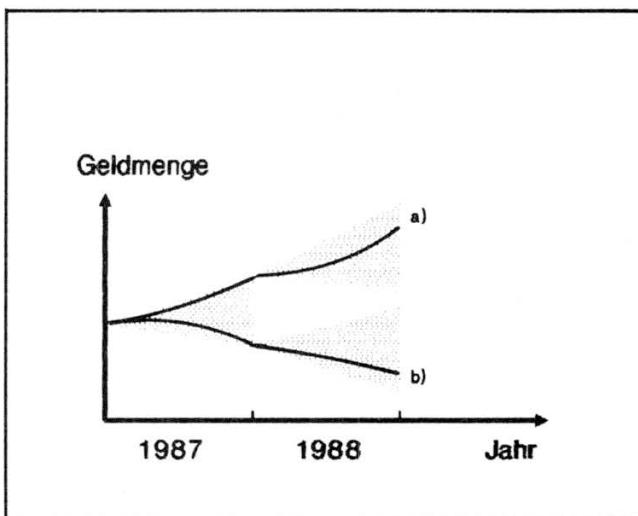


Abbildung 4

Um zu bestimmen, welche Geldpolitik die Bundesbank 1987 und 1988 betreiben wird, muß das Unternehmen folgende Erwartungen bilden: 1. muß es kalkulieren, ob sich die Geldmenge Ende 1986 am oberen oder unteren Bereich des Korridors bewegen wird. 2. muß es, um das Geldmengenziel für 1987 berechnen zu können, wissen, von welcher Entwicklung des Produktionspotentials in 1987 die Bundesbank ausgeht und welche Inflationsrate sie bei der Bestimmung des Geldmengenziels zugrunde legt. Und 3. muß es

schätzen, in welchem Bereich des Korridors sich die Geldmenge 1987 tatsächlich entwickeln wird. Darüber hinaus sind entsprechende Überlegungen für die Entwicklung der Geldmenge im Jahre 1988 anzustellen.

Faßt man die in diesem Abschnitt angestellten Überlegungen zusammen, so kann man durchaus sagen, daß die Deutsche Bundesbank ihre Geldpolitik als eine regelgebundene potentialorientierte Politik interpretiert, daß sie aber ihre Politik so formuliert und auch betrieben hat, daß man aber faktisch nicht von einer trendorientierten Politik sprechen kann. Ihre Politik beinhaltet einen großen diskretionären Spielraum<sup>22</sup>, der es bezweifeln läßt, daß die Bundesbank überhaupt eine regelgebundene, geschweige denn eine potentialorientierte Politik betreibt.

#### **IV. Die Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank aus der Sicht der Theorie rationaler Erwartungen**

Die Vorgabe eines Zwischenzieles ist kein Selbstzweck; sie dient zur Realisierung eines Endziels, in unserem Fall zur Sicherung des Geldwertes. Wir wollen nun prüfen, inwieweit die Bundesbank mit der Vorgabe ihres Geldmengenzieles einen Beitrag zur Geldwertstabilität leistet. Dabei wollen wir uns nicht mit dem Problem auseinandersetzen, ob die Zentralbankgeldmenge das geeignete Zwischenziel ist<sup>23</sup>. Vielmehr wollen wir bestimmen, welches Preisniveau zu erwarten ist, wenn sich die Bundesbank ein bestimmtes Geldmengenziel in Form eines Korridors vorgibt. Von besonderem Interesse ist dabei die in der Phase II betriebene Geldpolitik, mit der wir uns in diesem Abschnitt ausführlich beschäftigen wollen.

Bei ihrer konditionalen Geldmengenregel, bei der es „einen Rückkopplungseffekt von der wirtschaftlichen Entwicklung auf die Geldmenge gibt“ (Köhler 1986, S. 3), gibt sich die Bundesbank einen Geldmengenkorridor mit einer gewissen Bandbreite vor. Es sei  $p_u$  das Preisniveau, das erwartet wird, wenn sich die Bundesbank mit ihrer Geldmengenpolitik an der unteren Grenze des angekündigten Geldmengenkorridors bewegt<sup>24</sup>. Um auf konjunkturelle Veränderungen reagieren zu können und sich einen gewissen Handlungsspielraum zu verschaffen, kalkuliert die Bundesbank von vorn-

---

<sup>22</sup> Diese Meinung vertritt z.B. Pohl (1986, S. 591). Auch seitens „der Befürworter einer Geldmengensteuerung wird darauf hingewiesen, daß die Zentralbanken diese Politik nicht adäquat und konsequent verfolgen, sondern nach wie vor eine diskretionäre Geldpolitik unter dem Deckmantel der Geldmengensteuerung durchgeführt haben“ (Gaab, 1987, S. 113).

<sup>23</sup> Siehe dazu insbesondere die Auseinandersetzung um den adäquaten Geldmengenbegriff, wie sie z.B. von Neumann (1986) geführt wird.

<sup>24</sup> Siehe dazu Abbildung 5.

herein eine Abweichung von dieser unteren Schranke nach oben ein. Abweichungen nach oben sind unter anderem dann vorgesehen, wenn es zu einer besseren Auslastung des Produktionspotentials kommt. Will die Bundesbank keine Überschreitung von  $p_u$  alimentieren, so müßte sie sich eigentlich fest an die untere Schranke binden. Anstelle einer festen Selbstbindung betreibt die Bundesbank mit ihrer Politik eine flexible Drohstrategie. Damit versucht sie, den Akteuren des privaten wie auch des staatlichen Sektors (der staatliche Sektor soll hier nicht untersucht werden) zu verdeutlichen, daß sie nicht ohne weiteres bereit ist, stabilitätswidrige Lohn- und Preisentwicklungen hinzunehmen. Vielmehr versucht sie, soweit wie möglich, eine permissive Geldmengenpolitik zu verhindern. Um ihre Drohstrategie zu konkretisieren, gibt sich die Bundesbank eine obere Schranke für die Geldmengenentwicklung vor. Bewegt sich die Geldmenge an dieser oberen Schranke, so wird das Preisniveau  $p_o$  erwartet. Damit verdeutlicht die Bundesbank, daß sie keine inflationären Tendenzen auch nur minimal alimentieren wird, die diese Schranke  $p_o$  überschreiten.

Auf einen lohn- bzw. preisbedingten Kostendruck, der im Bereich  $p_u$  und  $p_o$  liegt, wird die Bundesbank bei der Alimentierung flexibel mit der Zielsetzung reagieren, den Geldwert dem Wert  $p_u$  anzunähern. Bei unserer Analyse unterstellen wir – was nicht ganz unproblematisch ist –, daß die Bundesbank in der Lage ist, den inflationären Druck relativ schnell zu bestimmen und mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium sofort zu reagieren. Die Annahme, daß die Bundesbank ohne jegliche Berücksichtigung des Lohn- und Preisverhaltens des privaten Sektors ihre Geldmengenpolitik betreibt, ist hingegen wenig realistisch. Unter dem Aspekt der Glaubwürdigkeit ist die Vorgabe eines Geldmengenkorridors unter Umständen durchaus sinnvoll, da dadurch eine Zielerfüllung wahrscheinlicher wird. Es besteht aber die Gefahr, daß sich bei Vorgabe eines Korridors anstelle eines Punktziels die Wirtschaftssubjekte an der oberen Grenze orientieren, so daß die Geldmengenpolitik der Bundesbank eher inflationär wirken würde<sup>25</sup>.

Um bestimmen zu können, wie sich die Geldmengenpolitik bei Vorgabe eines Korridors auf den Geldwert auswirkt, müssen wir die Entscheidungssituation eines einzelnen Akteurs näher betrachten<sup>26</sup>. Wir beschränken uns dabei auf die Preis- und Beschäftigungspolitik der Unternehmen sowie

<sup>25</sup> Geigant (1982, S. 117f.) spricht, wie erwähnt, von diesem Zusammenhang von „Bundesbank-Hokuspokus“. Die Bundesbank „verunsichert auch die, denen die Ziellarithmetik ein Buch mit sieben Siegeln ist und die zunächst vielleicht auf Gläubigkeit gestimmt sind. Am Ende bringt der Zielfirlefanz mehr Destabilisierung als die alte Hauruck-Methode diskretionärer Steuerung, deren gelegentliches Versagen wenigstens nicht so starke Signalwirkung hatte.“

<sup>26</sup> Eine ähnliche Argumentation findet man bei Phelps (1979, S. 185f.).

die Lohnpolitik der Beschäftigten und unterstellen rationale Erwartungen bei den Akteuren. Es sei  $U_i$ ,  $i \in [0, 1]$ , die Menge der Unternehmen und  $B_j$ ,  $j \in [0, 1]$ , die Menge der Beschäftigten. Wie reagiert nun ein einzelnes Unternehmen oder ein Beschäftigter auf den vorgegebenen Korridor  $[p_u, p_o]$ ? Dazu muß sich jeder Akteur überlegen, wie die Bundesbank auf einen durch den privaten Sektor bewirkten inflationären Druck  $\bar{p}$  reagiert, dessen Bestimmung wir zunächst zurückstellen. Im Falle  $\bar{p} < p_u$  wird jeder annehmen, daß die Bundesbank die Geldmenge tatsächlich so ausweiten wird, daß der Wert  $p_u$  realisiert wird. Ist hingegen der inflationäre Druck  $\bar{p}$  größer als die obere Grenze  $p_o$  und von daher für die Bundesbank nicht tolerierbar, so wird der Akteur erwarten, daß die Bundesbank diesen inflationären Druck nicht alimentieren und die Geldmenge höchstens zur Verwirklichung von  $p_o$  ausweiten wird. Die entscheidende Frage, die sich nun für jeden Akteur stellt, ist: „Welches Preisniveau  $P$  strebt die Bundesbank bei einem inflationären Druck im Bereich  $\bar{p} \in [p_u, p_o]$  an?“ Um diese Frage beantworten zu können, unterstellen wir, daß sich jeder  $k$ -te Akteur subjektive Wahrscheinlichkeiten bezüglich der Alimentationsbereitschaft der Bundesbank bildet.

Für den  $k$ -ten Akteur sei  $f_k(P/\bar{p}) : IR^2 \rightarrow IR$  die bedingte Dichtefunktion, die die Alimentationsbereitschaft der Bundesbank in Abhängigkeit von dem inflationären Druck  $\bar{p}$  angibt, der annahmegemäß immer größer als  $p_u$  sein soll<sup>27</sup>. Für den Bereich  $\bar{p} \in [p_u, p_o]$  gilt:

$$(1) \quad f_k(P/\bar{p}) = \begin{cases} 0 & \text{für } P \notin [p_u, \bar{p}] \\ \geq 0 & \text{für } P \in [p_u, \bar{p}] \\ \text{mit } \int_{p_u}^{\bar{p}} f_k(P/\bar{p}) dP = 1. & \end{cases}$$

Eine graphische Darstellung dieser bedingten Dichtefunktion für einen beliebigen inflationären Druck  $\bar{p}$  im Bereich  $[p_u, p_o]$  findet man in Abbildung 5.

Für den Bereich  $[\bar{p}, p_o]$  nimmt das  $k$ -te Wirtschaftssubjekt an, daß keine Alimentierung in diesem Bereich von der Bundesbank vorgenommen wird, es unterstellt also, daß die subjektive Wahrscheinlichkeit für eine Alimentierung gleich Null ist. Bezuglich des Bereiches  $[p_u, \bar{p}]$  haben wir eine monoton fallende Dichtefunktion unterstellt. Dies besagt, daß erwartet wird, daß

<sup>27</sup> Da die Bundesbank „jeweils die Bedingungen konkretisiert, unter denen sie die eine oder andere Hälfte des Zielkorridors ansteuern würde“, ist für Bub (1986, S. 140) „für willkürliche Interpretationen der verkündeten breiten Zielmarge“ kein Platz.

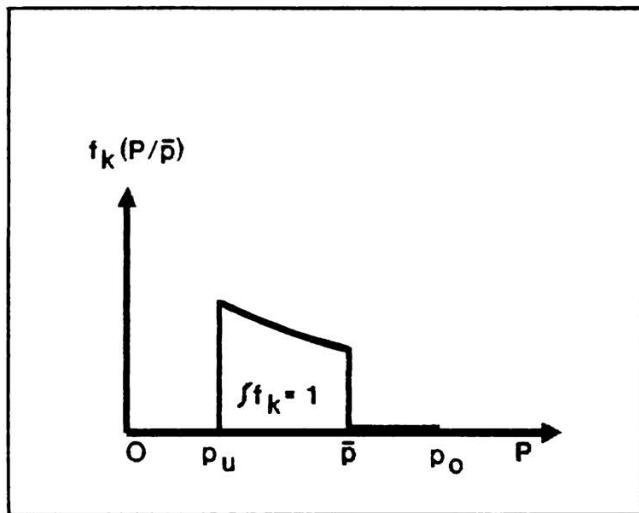


Abbildung 5

die Bereitschaft zur Alimentierung bei der Bundesbank um so geringer ist, je mehr das Preisniveau  $P$  die untere Marge  $p_u$  übersteigt.

Eine völlig permissive Politik würde bedeuten, daß  $f_k(\bar{p}/\bar{p}) = 1$  ist. Erwartet das  $k$ -te Wirtschaftssubjekt hingegen, daß die Bundesbank konsequent an ihrem Ziel der Geldwertsicherung festhalten wird und keine Alimentierung des inflationären Drucks zuläßt, so ist  $f_k(p_u/\bar{p}) = 1$  für alle  $\bar{p}$ .

Um sich eine Entscheidungsgrundlage für seine Lohn- bzw. Preispolitik zu bilden, muß jeder Akteur Wahrscheinlichkeiten bezüglich des Bundesbankverhaltens bestimmen. Mit diesem Problemkreis beschäftigt sich die Theorie rationaler Erwartungen. In ihr wird unterstellt, daß die Wirtschaftssubjekte bis auf eine zufallsbedingte Störkomponente die tatsächliche Entwicklung der Geldmenge kennen. Für den hier dargestellten Fall reicht es aber nicht aus, daß sich die Akteure objektive Wahrscheinlichkeiten bezüglich des Verhaltens der Bundesbank bilden. Denn hier geht es um bedingte subjektive Wahrscheinlichkeiten, da sich die Bundesbank kein Punktziel vorgibt, wie dies in der Theorie rationaler Erwartungen unterstellt wird, sondern einen Zielkorridor, in dem sie sich strategisch verhält und bei dem die Akteure des privaten Sektors nicht wissen, welche Geldmengenpolitik die Bundesbank letztendlich betreibt. Die bedingte Wahrscheinlichkeit bezüglich des Bundesbankverhaltens hängt von dem Inflationsdruck  $\bar{p}$  ab, den die Wirtschaftssubjekte bewirken und über dessen Höhe sie sich ebenfalls Erwartungen bilden müssen. Um die Entwicklung

der Geldmenge zu antizipieren, muß sich ein Akteur zum einen subjektive Wahrscheinlichkeiten über das bedingte Verhalten der Bundesbank bilden und zum anderen antizipieren, welcher inflationäre Druck von den anderen Akteuren ausgeht.

Betrachten wir die Entscheidungssituation eines einzelnen Akteurs z.B. die des Beschäftigten  $B_k$ . Analoge Überlegungen können wir für ein Unternehmen anstellen. Bis jetzt haben wir angenommen, daß jeder Akteur den inflationären Druck  $\bar{p}$  kennt. In der Realität muß sich aber ein Akteur subjektive Erwartungen über den inflationären Druck  $\bar{p}$  bilden, um das Bundesbankverhalten antizipieren zu können. Deshalb wird der  $k$ -te Akteur sich die subjektive Erwartung  $E^k(\bar{p})$  bilden und diese anstelle von  $\bar{p}$  in der Gleichung (1) bei der Bestimmung des erwarteten Preisniveaus verwenden.

Angenommen, die subjektive Erwartung  $E^k(\bar{p})$  des  $k$ -ten Akteurs über den inflationären Druck  $\bar{p}$  bestimme sich folgendermaßen:

$$(2) \quad E^k(\bar{p}) = \int_0^1 g_i E^k(P_i) di + \int_0^1 g_j E^k(W_j) dj,$$

wobei das erste Integral den Preisdruck und das zweite den Lohndruck wiedergibt,  $g_i$  und  $g_j$  entsprechende Gewichtungsfaktoren sind, mit  $g_i$  und  $g_j > 0$  und  $\int g_i = \int g_j = 1$ , und  $E^k(P_i)$  die subjektive Erwartung über die Preispolitik des  $i$ -ten bzw.  $E^k(W_j)$  die über die Lohnpolitik des  $j$ -ten Akteurs sind. Um weitere Überlegungen anstellen zu können, müssen wir unsere Ökonomie konkretisieren. Im folgenden wollen wir von einer Ökonomie ausgehen, wie wir sie in der Theorie rationaler Erwartungen vorfinden. Aufgrund der Vielzahl der Marktteilnehmer unterstellen wir, daß jeder Akteur allein einen zu vernachlässigenden Einfluß auf den Inflationsdruck ausübt, d.h. der Beschäftigte  $B_k$  unterstellt:

$$(3) \quad \frac{d E^k(\bar{p})}{d W_k} = 0.$$

Welchen Nominalzins soll nun der Beschäftigte  $B_k$  fordern? Um seinen optimalen Lohnsatz bestimmen zu können, muß er das von ihm erwartete Preisniveau  $E^k(P)$  bestimmen. Angenommen  $E^k(P)$  liegt im Bereich  $[p_u, p_o]$ , dann ist:

$$(4) \quad E^k(P) = \int_{p_u}^{E^k(\bar{p})} f_k(P/E^k(\bar{p})) P dP.$$

Immer, wenn von der Bundesbank keine vollkommen permissive Politik erwartet wird, bei der  $f(\bar{p}/\bar{p}) = 1$  ist, was wir im folgenden ausschließen wollen, ist

$$(5) \quad E^k(P) < E^k(\bar{p}).$$

Es sei  $l^* = W^*/P$  der Gleichgewichtsreallohnsatz auf dem Arbeitsmarkt, der sich bei der Realisierung der „natürlichen“ Arbeitslosenrate ergibt. Unterstellen wir vollständige Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt, ist der  $k$ -te Beschäftigte mit folgender Beschäftigungsfunktion konfrontiert. Fordert er einen Lohnsatz  $W_k > W^*$ , so erhält er keine Beschäftigung. Für  $W_k < W^*$  ist für ihn eine Beschäftigungsgarantie gegeben. Unter dieser neoklassischen Annahme ist es für ihn optimal, den Lohnsatz  $W_k/E^k(P) = l^*$  zu fordern<sup>28</sup>. Da sich die anderen Beschäftigten ebenfalls rational verhalten werden, muß der  $k$ -te Beschäftigte davon ausgehen, daß auch die anderen Beschäftigten versuchen, diesen Reallohnsatz zu verwirklichen. Nach den Überlegungen des  $k$ -ten Beschäftigten werden die anderen den Lohnsatz  $w/E^k(\bar{p}) = l^*$  gewählt haben. Da aber  $E^k(\bar{p}) > E^k(P)$  ist, würde dies bedeuten, daß die anderen nach Ansicht des  $k$ -ten Beschäftigten einen zu hohen Nominallohnsatz gefordert hätten. Um für sich günstigere Beschäftigungschancen zu realisieren, würde es bei dieser Erwartungsstruktur ausreichen, daß der  $k$ -te Beschäftigte einen Lohnsatz verlangt, der unter dem Durchschnittslohnsatz  $w/E^k(\bar{p})$  liegt und der größer als  $l^*$  ist. Diese Lösung ist aber kein *Nash*-Gleichgewicht.

Der  $k$ -te Beschäftigte wird sich überlegen, daß jeder andere Akteur ebenfalls versuchen wird, knapp unter dem Wert  $w/E^k(\bar{p})$  zu bleiben. Stellen aber alle Akteure diese Überlegung an, so muß, da jeder einen Lohn verlangen wird, der unter  $w$  liegt (entsprechendes gilt für die Preise), der ursprüngliche Wert von  $E^k(\bar{p})$  falsch sein und muß nach unten korrigiert werden. Dieser Korrekturprozeß wird solange vorstatten gehen, bis  $E^k(\bar{p}) = p_u$  ist. Denn ist  $E^k(\bar{p}) = p_u$ , so ist  $E^k(P) = E^k(\bar{p})$ , und es lohnt sich nicht mehr für den  $k$ -ten Beschäftigten, die Lohnforderungen der anderen Beschäftigten zu unterbieten, da alle den Gleichgewichtslohnsatz  $l^*$  verlangen und realisieren werden. Es liegt dann nicht im Interesse irgendeines Beschäftigten, den Gleichgewichtsreallohnsatz zu unterbieten, da dieser ihm ein optimales

---

<sup>28</sup> Hier werden nur „situationskonsistente“ Erwartungsstrukturen untersucht, bei denen die Modelle der Akteure die Realität erwartungstreu wiedergeben. Den Fall „situationsinkonsistenter“ Erwartungsstrukturen, die mit der Theorie rationaler Erwartungen nicht kompatibel sind, behandeln Jander / Menkhoff / Palm (1985, S. 160f.).

Beschäftigungsniveau garantiert und ein Unterbieten des Gleichgewichtslohnsatzes nur zu einem Einkommensverlust führen würde<sup>29</sup>.

Zusammenfassend können wir sagen: In einer Welt der neoklassischen Beschäftigungstheorie liegt es im Interesse eines jeden Akteurs, davon auszugehen, daß das Preisniveau bei der unteren Grenze  $p_u$  liegt. Nur bei dieser Orientierung existiert ein Gleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt. Conditio sine qua non für die Existenz dieses Gleichgewichts ist es, daß ein Überschreiten des Gleichgewichtslohnsatzes sofort zur Arbeitslosigkeit führt. Wenn dieser enge Zusammenhang zwischen Entlohnung und Beschäftigung besteht, wie dies in der neoklassischen Beschäftigungstheorie unterstellt wird, ist die Bundesbank mit ihrer Geldmengenpolitik bei der Inflationsbekämpfung erfolgreich, da jede inflationär wirkende Lohn- und Preispolitik entweder zur Arbeitslosigkeit oder zu Absatzeinbrüchen führt.

Grundsätzlich anders stellt sich die Situation dar, wenn der enge Zusammenhang zwischen Entlohnung und Beschäftigung zumindest kurzfristig nicht gegeben ist<sup>30</sup>. Dann existiert nicht mehr der starke Anreiz zu stabilitätskonformem Verhalten, da das Beschäftigungsrisiko zu hoher Lohnforderungen nicht mehr so groß ist. Kann der  $k$ -te Beschäftigte erwarten, daß er auch bei einem Lohnsatz  $W_k / E^k(P) > l^*$  weiter eine Beschäftigung findet, so ist es für ihn attraktiv, hohe Lohnforderungen zu stellen, da durch seine Lohnforderung allein der inflationäre Druck aufgrund seines zu vernachlässigenden Einflusses nicht verstärkt wird. Ist der Zusammenhang zwischen Entlohnung und Beschäftigung nicht so stringent, so lohnt es sich für den  $k$ -ten Beschäftigten eine Lohnforderung zu stellen, die den Konkurrenzgleichgewichtslohnsatz übersteigt. Da aber alle Beschäftigten sich diese Überlegung zu eigen machen, steigt automatisch der inflationäre Druck und damit aufgrund der gewissen Konzessionsbereitschaft der Bundesbank auch die Inflationsrate. Je geringer das Beschäftigungsrisiko zu hoher Lohnforderungen und je stärker die Erwartung ist, daß die Bundesbank von einer vollkommen restriktiven Geldmengenpolitik in Form von  $f(p_u / \bar{p}) = 1$  abweicht, desto wahrscheinlicher ist es, daß wir ein inflatorisches Gleichgewicht erreichen, bei dem das Preisniveau mit der oberen Marge  $p_o$  übereinstimmt<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> Ähnlich argumentiert Fellner (1976, S. 106): "It is unconvincing to argue that the decision makers in markets individually have no incentive to adjust to a firm demand policy. While decision makers in the markets cannot collude with a large number of others in this adjustment, they do know they will suffer a significant competitive disadvantage if the others adjust their wage- and pricesetting practice and they individually do not."

<sup>30</sup> Zu den Koordinationsproblemen, die in einer solchen Situation auftreten, siehe auch Schultze (1985, S. 10 ff.).

## V. Resümee

Betrachtet man rückschauend die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank, so ist es sinnvoll, zwischen der von ihr angekündigten und der von ihr faktisch betriebenen Politik zu differenzieren. Nach ihren eigenen Verlautbarungen betreibt die Bundesbank eine potentialorientierte, regelgebundene Geldmengenpolitik. Damit dokumentiert sie den politischen Instanzen, daß sie nicht beeinflußbar sei und schützt sich so vor dem staatlichen Druck, bei gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen mittels diskretionärer Maßnahmen gegenzusteuern. Versucht die Bundesbank einseits zu dokumentieren, daß sie nur über einen geringen diskretionären Spielraum verfügt, so zeigt andererseits die Analyse dieses Beitrags, daß die Zielvorgaben so von der Bundesbank gewählt worden sind, daß die Bundesbank faktisch – ohne Verletzung ihrer Zielvorgaben – eine diskretionäre Politik in größerem Umfang betreiben kann.

Dabei ist festzustellen, daß die Bundesbank durchaus bereit ist, neue theoretische Erkenntnisse und Begriffe bei ihren geldpolitischen Verlautbarungen zu berücksichtigen und zu verwenden, was aber nicht unbedingt bedeutet, daß diese neuen Erkenntnisse auch in die praktische Politik von ihr umgesetzt werden. Vielmehr kann sich mit dieser Verfahrensweise die Bundesbank einer unliebsamen Kritik seitens der Wissenschaft entziehen, neue Erkenntnisse nicht berücksichtigt zu haben. Dies wird z.B. deutlich beim Konzept der unvermeidlichen Preissteigerung, das im Rahmen der Einkommenspolitik zur Inflationsbekämpfung entwickelt worden ist und das von der Bundesbank durch den von der Theorie rationaler Erwartungen geprägten Begriff der erwarteten Inflationsrate ersetzt worden ist, ohne daß dies irgendwelche Verhaltensänderungen bei der Bundesbank bewirkte.

Unterstellt man aber, daß die Bundesbank tatsächlich bestrebt ist, eine regelgebundene Politik zu betreiben und ihren diskretionären Spielraum so weit wie möglich nicht zu nutzen, so muß bezweifelt werden, daß ihre konditionale Geldmengenpolitik tatsächlich immer zu einer Stabilisierung des Geldwertes beiträgt. Unter realistischen Verhaltensannahmen ist bei rationalem Verhalten der Wirtschaftssubjekte in konjunkturell günstigen Situationen durchaus zu erwarten, daß diese den durch den Korridor vorgegebenen inflationären Spielraum nutzen werden.

---

<sup>31</sup> In dieser Situation werden die Ergebnisse der Geldpolitik von den subjektiven Erwartungen der Wirtschaftssubjekte beeinflußt. Siehe dazu ausführlich Ribbegge (1987, S. 178 ff.). Zum gleichen Ergebnis kommt auch Bagus (1981, S. 280).

### Literaturverzeichnis

- Bagus, J.* (1982): Zum „Zielkorridor“ der Deutschen Bundesbank, in: *WiST*, 11. Jg., S. 278 - 281. – *Bub, N.* (1986): Geldpolitik zur Sicherung eines inflationsfreien Wachstums, in: *H. Tomann* (Hrsg.), *Wirtschaftspolitische Antworten auf die Stagflation*, Berlin, S. 135 - 151. – *Buscher, H. S. / Schröder, W.* (1983): Instabilität der Geldhaltung stellt Geldmengenregel in Frage, in: *Wirtschaftsdienst*, 63. Jg., S. 309 - 312. – *Deutsche Bundesbank* (1985): Die Deutsche Bundesbank – Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, 3. Aufl., Frankfurt. – *Deutsche Bundesbank*: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank, versch. Jg., Frankfurt. – *Deutsche Bundesbank*: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, versch. Jg., Frankfurt. – *Fellner, W.* (1979): Criteria for Demand Management Policy in View of Past Failures, in *W. Fellner* (ed.), *AEI studies on contemporary economic problems*, Washington, S. 85 - 108. – *Gaab, W* (1987): Diskussion des Beitrags von M. J. M. Neumann und J. von Hagen, Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: *A. Gutowski* (Hrsg.), *Geldpolitische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde*, Berlin, S. 113 - 121. – *Geigant, F.* (1982): Der Beitrag der Geldpolitik, in: *W. Vogel* (Hrsg.), *Wirtschaftspolitik der achtziger Jahre, Leitbilder und Strategien*, Köln, S. 101 - 122. – *Jander, S. / Menkoff, L. / Palm, A.* (1985): Situationskonsistente Erwartungsstruktur und Geldpolitik in der Bundesrepublik, in: *Kredit und Kapital*, 18. Jg., S. 151 - 172. – *Ketterer, K.-H. / Grössl-Gschwendtner, I.* (1986): Geldpolitik, Verfahrensregeln und Ziele im Spannungsfeld zwischen Theorie und politischer Verantwortung, in: *H. Kuhn* (Hrsg.), *Probleme der Stabilitätspolitik*, Göttingen, S. 41 - 56. – *King, R. G.* (1982): Monetary Policy and the Information Content of Prices, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 90, S. 247 - 279. – *Kloten, N.* (1986): Notenbankpolitik im Konjunkturaufschwung, in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 45, S. 2 - 4. – *Köhler, C.* (1986): „Wir haben den Zinssenkungsspielraum immer ausgeschöpft“ (Gespräch mit dem Bundesbank-Direktoriatsmitglied Prof. Dr. Claus Köhler von Hans Hutter), in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 4, S. 1 - 3. – *Neumann, M. J. M.* (1985): Auf dem Wege zu einer realorientierung der Geldpolitik – Geldmengenvorgabe soll ordnungspolitische Rahmensetzung sein, in: *Sparkasse*, 102. Jg., S. 88 - 91. – *Neumann, M. J. M.* (1986): Die Grundgeldmenge – Ein neuer Indikator der Geldpolitik, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 122, S. 520 - 532. – *Oberhauser, A.* (1987): Kritische Thesen zu einer strikt potentialorientierten Geldmengenpolitik, in: *A. Gutowski* (Hrsg.), *Geldpolitische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde*, Berlin, S. 123 - 132. – *Phelps, E. S.* (1979): Obstacles to Curtailing Inflation, in: *J. H. Gapinski, Ch. E. Rockwood* (eds.), *Essays in Post-Keynesian Inflation*, Cambridge, S. 179 - 193. – *Pohl, R.* (1983): Sollte das Geldmengenziel abgeschafft werden?, in: *Wirtschaftsdienst*, 63. Jg., S. 306 - 308. – *Pohl, R.* (1986): Die Überschreitung des Geldmengenziels weiter tolerieren, in: *Wirtschaftsdienst*, 66. Jg., S. 353 - 356. – *Ribhegge, H.* (1987): Grenzen der Theorie rationaler Erwartungen – Zur wirtschaftspolitischen Bedeutung rationaler Erwartungen auf walrasianischen und nichtwalrasianischen Märkten, Tübingen. – *Rohde, A.* (1982): Ist das Geldmengenziel für das Jahr 1982 angemessen?, in: *Wirtschaftsdienst*, 62. Jg., S. 78 - 84. – *Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahrestatuten, versch. Jahre. – *Schröder, W.* (1981): Geldpolitik unter veränderten weltwirtschaftlichen Bedingungen, in: *Wirtschaftsdienst*, 61. Jg., S. 622 - 628. – *Schultze, C. L.* (1985): Microeconomic Efficiency and Nominal Wage Stickiness, in:

American Economic Review, Vol. 75, S. 1 - 15. – *Wissenschaftlicher Beirat* beim Bundesministerium für Wirtschaft (1973): Sammelband der Gutachten von 1948 - 1972.

## Zusammenfassung

### **Widersprüche in der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank**

Der vorliegende Beitrag untersucht, inwieweit die Geldpolitik der *Deutschen Bundesbank* regelgebunden und in sich konsistent ist. Es wird aufgezeigt, daß sich die Deutsche Bundesbank durch ihre Zielvorgabe einen umfangreichen diskretionären Spielraum verschafft, auch wenn sie eine regelgebundene, potentialorientierte Geldpolitik ankündigt.

Weiter wird nachgewiesen, daß die Bundesbank durchaus bereit ist, neue theoretische Erkenntnisse bei ihren geldpolitischen Verlautbarungen zu berücksichtigen; offen ist aber, ob diese Erkenntnisse auch tatsächlich in ihrer praktischen Politik umgesetzt werden.

Inwieweit die Vorgabe eines Zielkorridors für die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge zur Stabilität des Geldwertes beiträgt, hängt von den subjektiven Erwartungen der Wirtschaftssubjekte ab. Anhand eines Modells mit rationalen Erwartungen wird der Einfluß der Lohnpolitik und der Erwartungsbildung auf die Wirksamkeit der Geldpolitik untersucht. Je stärker die Beschäftigung auf Reallohnänderungen reagiert, um so eher werden sich die Wirtschaftssubjekte bei ihrer rationalen Erwartungsbildung an dem unteren Rande des von der Bundesbank angekündigten Zielkorridors orientieren. Wird aber das Beschäftigungsrisiko zu hoher Lohnforderungen als gering eingeschätzt und wird erwartet, daß die Bundesbank von einer vollkommen restriktiven Geldpolitik abweicht, dann wird ein unerwünschtes inflatorisches Gleichgewicht realisiert.

## Summary

### **Contradictions in the Money Supply Policy of the Deutsche Bundesbank**

The present contribution analyzes the obedience to rules and consistency of the *Deutsche Bundesbank's* monetary policy. It shows that – through its target ranges – the Deutsche Bundesbank obtains wide scope for discretionary decisionmaking is spite of its announced rule-bound and potentialoriented monetary policy.

This contribution also proves that the Bundesbank is well prepared to take account of new theories in its monetary policy announcements, but it is open whether it actually transforms such theories into practical policies.

The extent to which ranges defining the development of the central bank money stock help ensure the stability of the value of money depends on market participants' subjective expectations. On the basis of a rational expectations model, the influence of pay policies and emerging expectations on the effectiveness of monetary policy is analyzed. The stronger the response of the level of employment to changes in real wages, the greater the probability that market participants have their rational expec-

tations guided by the lower limit of the target range announced by the Bundesbank. However, if the responsiveness of the level of employment to high wage demands is deemed to be low and the Bundesbank is expected to abandon its totally restrictive monetary policy course, the probability of an undesired inflationary equilibrium is correspondingly greater.

### Résumé

#### **Contradictions dans la politique monétaire de la Banque fédérale allemands (Deutsche Bundesbank)**

L'auteur analyse dans cet article à quel point la politique monétaire de la *Deutsche Bundesbank* est liée à des règles et est consistante en soi. Il montre que la Deutsche Bundesbank s'accorde une large marge d'action discrétionnaire par les objectifs qu'elles se fixent, même si elle avise une politique monétaire liée à des règles et orientées vers les potentiels.

Il prouve en outre que la Bundesbank est entièrement d'accord de tenir compte dans ses divulgations politiques monétaires de nouvelles connaissances théoriques. Mais, on se demande si ces connaissances sont transformées en réalité dans sa politique pratique.

Les attentes subjectives des sujets économiques déterminent à quel point la fixation d'un corridor d'objectifs pour l'évolution de la quantité de monnaie en circulation de la banque centrale contribue à stabiliser la valeur de l'argent. A l'aide d'un modèle supposant que les attentes sont rationnelles, l'auteur examine comment la politique des salaires et la formation d'attentes influencent l'efficacité de la politique monétaire. Au plus l'emploi réagit à des changements de salaires réels, au plus les sujets économiques tendent à s'orienter, lorsqu'ils forment leurs attentes rationnelles, vers le bas du corridor d'objectifs avisé par la Bundesbank. Mais, si le risque d'emploi à des salaires élevés est considéré comme faible et si l'on s'attend à ce que la Bundesbank déroge à une politique monétaire restrictive parfaite, un équilibre inflationniste non-souhaité est alors réalisé.