

# Inflationsgefahr durch Überschreiten von Geldmengenzielen?

Von Lukas Menkhoff, Frankfurt

Zum ersten Mal seit 1978 hielt die Bundesbank im Jahr 1986 ihr selbstgesetztes Geldmengenziel nicht mehr ein. Statt innerhalb der anvisierten Bandbreite von 3,5% bis 5,5% nahm die Zentralbankgeldmenge (in der Abgrenzung der Bundesbank) um 6,9% zu. 1987 setzte sich diese Entwicklung fort, denn bis Ende August wuchs die gesteuerte Geldmenge mit einer Jahresrate von rund 7,5% und lag damit klar über der angestrebten Obergrenze von 6%<sup>1</sup>. Bedeutet dieses ungeplante Geldmengenwachstum, daß es daraufhin – mit welcher Verzögerung auch immer – zu einer Beschleunigung des Preisniveaueuftriebs kommen muß? Und wie hätte folglich die Geldpolitik – der Situation entsprechend – zu handeln?

Die Antwort hängt im Kern von der verwendeten geldtheoretisch-makroökonomischen Konzeption ab, aus der sich die jeweils als dominierend angesehenen Transmissionswege und Inflationsursachen herauschälen. Diese Grundvorstellungen werden deshalb im folgenden mit Blick auf die hier interessierende Fragestellung erörtert, um daraus eine Erklärung für die Inflationsentstehung in der Bundesrepublik zu entwickeln. Diese bildet letztlich die Basis für eine Beantwortung der eingangs gestellten Fragen.

## I. Geldtheoretische Konzepte als Interpretationsmuster

### 1. Die Identifikation monetärer Impulse als Störgröße

Wenn heute die Sorge um eine monetär verursachte Inflation in der Bundesrepublik zu einem Zeitpunkt mit Gewicht vertreten wird, da die Preisniveausteigerungen minimal sind, dann ist das Folge und zugleich Erfolg der monetaristischen „Konterrevolution“. *M. Friedman* hat diesen Ausdruck benutzt<sup>2</sup>, um zu kennzeichnen, daß die von ihm wesentlich mitentwickelten

---

<sup>1</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank*: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Ausgaben.

<sup>2</sup> Vgl. *M. Friedman* (1970).

Vorstellungen erstens den in der Nachkriegszeit vorherrschenden Keynesianismus radikal angreifen, vielleicht überwinden, und zweitens Anknüpfungspunkte zur „vorrevolutionären“ Zeit bestehen. Gerade jedoch eine elementare Aussage der klassischen Quantitätstheorie, nämlich die These der Dichotomie von realem und monetärem Bereich in der Wirtschaft, hat Friedman neu formuliert: Die Vorstellung von einer Neutralität des Geldes der klassisch-quantitätstheoretischen Tradition ersetzte er durch das Akzelerationstheorem der zeitlich begrenzten realwirtschaftlichen Wirksamkeit monetärer Impulse<sup>3</sup>. Dieses neu gefaßte Theorem widerspricht aber immer noch fundamental der liquiditätstheoretisch-keynesianischen Auffassung, mit einer expansiven Geldpolitik über den Zins (unter Umständen) das Niveau wirtschaftlicher Aktivität nachhaltig beeinflussen zu können. Der Kern der Auseinandersetzung liegt demnach nicht mehr in der Frage, ob Geldpolitik real wirken kann, sondern hat sich dahingehend verschoben, wie sie dies tut.

Allerdings ist mit der Verschiebung des Problems die Quantitätstheorie nicht wirklich durch den Monetarismus abgelöst, sondern – wie angedeutet – eher ergänzt worden; denn an ihrer komparativ-statisch gewonnenen Aussage über Gleichgewichtszustände hat sich nichts geändert: Nach wie vor gilt eine über den realen Wachstumstrend der Volkswirtschaft hinausgehende Geldversorgung als Ursache (und nicht nur als Begleiterscheinung) der Inflation. Weiterhin stellt die Stabilitätsannahme bezüglich des realen Wirtschaftsgeschehens das gemeinsame Herzstück der klassisch-monetaristischen Argumentationslinie dar. Mit der allgemeinen Theorieentwicklung sind natürlich Teile davon modifiziert worden, aber eben nicht der Kern. Das gilt in gleicher Weise für die Vorstellung von einer stabilen (früher: konstanten) Geldnachfrage.

Aus dem Zusammenspiel der einzelnen, oben erwähnten Komponenten der Quantitätsgleichung erklärt sich die besondere Stellung der Geldmenge: Stabiles reales Wirtschaftsgeschehen, flexible Preisbildung auf freien Wettbewerbsmärkten und stabiles Verhalten der Geldnachfrager – da bleibt als Erklärungsgröße für Störungen nur noch die Geldversorgung, defensiv argumentiert. *K. Brunner* hat dies im Laufe der Zeit auch immer offensiver formuliert und als Begründung explizit die ökonomische Theorie der Politik herangezogen<sup>4</sup>. Damit soll gezeigt werden, daß das Eigeninteresse der für die Notenbankpolitik Verantwortlichen, diese – durchaus gegen bessere ökonomische Einsicht – zu einer steuernden und im Regelfall zu expansiven Politik verleitet. Dabei wird von den institutionellen Rahmenbedingungen

---

<sup>3</sup> Vgl. *M. Friedman* (1968).

<sup>4</sup> Vgl. *K. Brunner* (1984), S. 29f.

her angenommen, daß die Geldmenge nicht nur kontrolliert werden kann, sondern eben auch aktiv beeinflußt wird; andernfalls könnten davon nicht (autonome) Impulse ausgehen.

Die wirtschaftspolitische Konsequenz der monetaristischen Analyse war von Anbeginn die der Zurückhaltung aus Gründen fehlenden Wissens um die genauen Wirkungsmechanismen und lags sowie wegen schlechter Erfahrungen bzw. negativer Erwartungen gegenüber der Geldpolitik. Als Konzept forderte *Friedman* deshalb die feste Regelbindung der Geldmengenexpansion und damit den Abschied von einer keynesianisch inspirierten Konjunktursteuerung.

## 2. Die Neuformulierung der Separation des realen Sektors

Es ist wohl kein Zufall, daß im Laufe der 70er Jahre die bis dahin im monetaristischen Gedankengebäude implizit angenommene Form der adaptiven Erwartungsbildung kritisch hinterfragt wurde: Erstens entwickelten sich Ansätze zur mikroökonomischen Fundierung monetaristischer Transmissionsvorstellungen, in denen rationale Verhaltensweisen unter Beachtung vorhandener Informationen und Präferenzen durchgespielt wurden. Daraus ergab sich das Problem, ob die Menschen, wie sie durch das Akzelerationstheorem beschrieben werden, wirklich rational handeln. Zweitens ließ sich im Zuge der weltweiten Inflationsbeschleunigung eine zunehmende Sensibilisierung gegenüber Preisniveausteigerungen wahrnehmen – die Zerstörung der Geldillusion begann.

Monetaristen waren bis dahin davon ausgegangen, daß eine übermäßige Geldmengenausweitung kurzfristig zu Preisverzerrungen, vor allem zu ungewollten Reallohnsenkungen, führt und insoweit outputwirksam ist. Mit Wahrnehmung der sich tatsächlich einstellenden Lage kommt es zur Revision der realen Veränderungen – das „natürliche“ Gleichgewicht ist wiederhergestellt. Abweichungen davon lassen sich also allein durch Herbeiführen unerwarteter Umstände erreichen: Das ist nur das erste Mal eine etwas großzügigere monetäre Ausstattung, in der Folge bedarf es einer Beschleunigung der Überversorgung: deshalb Akzelerationstheorem. Wenn nun die Menschen ihr erwartungsgeleitetes Verhalten aber nicht ausschließlich an der jeweils letzten konkreten Erfahrung ausrichten, sondern (gleich) das Prinzip erkennen und die Folgen antizipieren? Dann reagieren sie auf geldpolitische Impulse sofort richtig, d. h. im monetaristischen Kontext allein mit den Preisen und nicht mehr real<sup>5</sup>. Die alte klassische Auffassung von der

---

<sup>5</sup> Vgl. als Überblick *M. J. M. Neumann* (1979).

Neutralität des Geldes erhält durch diese Kombination von „rationaler“ Erwartungsbildung und monetaristischer Theorie als Politikineffektivitätstheorem neue und – wegen der kurzfristigen Gültigkeit – pointierte Aktualität: Die Konterrevolution wird erst damit wirklich perfekt.

Für das hier interessierende Problem der Inflationserklärung behauptet die Neue Klassische Makroökonomie also eine radikale Verkürzung des lags zwischen Geldmengenausweitung und Preisniveausteigerung. Als konsequente Handlungsempfehlung ergäbe sich daraus gegenüber keynesianischem Politikoptimismus und monetaristischem -pessimismus eine Art Politiknihilismus. Für die Praxis allerdings spricht nichts gegen eine Befolgung der monetaristischen Geldmengenregel. Im Gegenteil reduziert diese die Kosten für Informationsverarbeitung und Anpassung im Vergleich zu einer wie auch immer gehandhabten variablen Politik.

Nicht nur wegen dieser gleichgerichteten geldpolitischen Schlußfolgerung hat die Neue Klassische Makroökonomie gegenüber dem Monetarismus in der Bundesrepublik keine Relevanz erlangt: In der reinen Form sind die Aussagen nicht auf die Wirklichkeit übertragbar bzw. läßt sich über Informations- und Transaktionskosten ein Bindeglied zwischen beiden Schulen herstellen, das letztlich das strenge Politikineffektivitätstheorem als theoretischen Grenzfall erscheinen läßt. Der Monetarismus adaptiert somit den Gedanken einer rationalen Erwartungsbildung, ohne deshalb gleich von einem völligen Abbau der Wirkungslags und realen Fehlanpassungen auszugehen<sup>6</sup>. Mit dieser Interpretation ist aber der Anstoß der Neuen Klassischen Makroökonomie nicht etwa ins Leere gegangen – im Gegenteil: Wenn rationale Erwartungen in diesem Rahmen die Sinnlosigkeit geldpolitischer Makrosteuerung besonders offensichtlich machen, dann stützt das eindeutig die monetaristische und nicht die keynesianische Beurteilung der Politikmöglichkeiten.

### *3. Die Betonung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte*

Grundvoraussetzung für jegliche Form konjunkturpolitischer Aktivität muß neben der Annahme effizienter Umsetzungschancen die Feststellung eines Steuerungsbedarfs sein, also einer reduzierbaren Abweichung vom (theoretischen) Gleichgewicht. Zu dieser Betonung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte paßt eine nicht-monetäre Inflationserklärung, derzufolge relative Preisbewegungen nicht allein die Allokation, sondern gerade auch das absolute Preisniveau beeinflussen<sup>7</sup>. Wenn dies im Regelfall mit einer

---

<sup>6</sup> Vgl. ebenda.

Nachfrage- und Geldmengenausweitung einhergeht, dann scheint die Interpretation – ob monetär oder nicht-monetär verursacht – fast ein Problem der Semantik zu sein. Tatsächlich aber zeigt sich hier besonders deutlich der jeweils unterschiedliche Ansatz.

Empirisch beobachten läßt sich bekanntlich folgendes zyklische Muster: Zuerst wachsen Geldmengenaggregate an, dann steigen Zinsniveau sowie wirtschaftliche Aktivität und schließlich nimmt die Inflationsrate zu. Welche ist nun dabei die verursachende Größe und welche die reagierende? Ist die Geldmenge – als vorlaufendes Aggregat – die entscheidende erklärende Variable wie es im Akzelerationstheorem formuliert wird? Aus keynesianischer Sicht – um der Gegenposition einen einfachen Namen zu belassen – sprechen drei Argumente dagegen:

(1) Besonders naheliegend, von *Friedman* anfangs gerne ins Feld geführt, und dennoch keineswegs ein Beweis für die vom Monetarismus angenommene Kausalität von Geldmenge und Nominaleinkommen ist der zeitliche Vorlauf ersterer Größe. Das „post hoc“ begründet, wie es *Tobin* griffig formulierte, kein „ergo propter hoc“<sup>8</sup>. Und was als Basis einer guten Prognose dienen kann, stellt deshalb nicht automatisch die wirkliche Erklärung, sondern unter Umständen nur einen anders verursachten Zusammenhang dar. Jedenfalls ist ein schnelleres Ansprechen monetärer als realer Größen in der Konjunkturbewegung auch aufgrund des Entscheidungsablaufs (insbesondere bezüglich Investitionsvorhaben) und der differenzierten Flexibilität der Märkte plausibel<sup>9</sup>.

(2) Für die Verhältnisse in der Bundesrepublik läßt sich weiterhin wenigstens bis in die 70er Jahre die These eines stark endogen bestimmten Geldangebots belegen<sup>10</sup>. D. h., daß die privaten Wirtschaftssubjekte mit ihren Dispositionen die Geldmengenentwicklung entscheidend selbst geprägt haben und weniger die Bundesbank, die allerdings über den Preis der Zurverfügungstellung Steuerungsmöglichkeiten wahrnahm. Zusätzlich kam es bei festen Wechselkursen immer wieder zu massiven direkten außenwirtschaftlich bedingten Einflüssen auf das Geldangebot. Aufgrund des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen und zu einer Geldmengensteuerung (mit zunehmend perfektionierter Ausgestaltung der Geldversorgung sowie einem Abbau der freien Liquiditätsreserven) kann heute jedoch von einem elastischen Geldangebot im ursprünglichen technischen Sinne keine Rede mehr

---

<sup>7</sup> Vgl. antithetisch formuliert bei *W. Ehrlicher* (1977), S. 442 ff.

<sup>8</sup> Vgl. *J. Tobin* (1970).

<sup>9</sup> Vgl. auch *W. Lachmann* (1977), S. 519 ff.; vgl. allgemein zu den Punkten (1) - (3) *T. Mayer* (1985), insbesondere S. 362 ff.

<sup>10</sup> Vgl. *A. Oberhauser* (1982).

sein. Wohl aber bleibt eine wirtschaftspolitisch tolerierte Elastizität denk- und begründbar. Dies hieße dann zwar, daß die Bundesbank – bei einer absolut monetaristischen Argumentation – „Beihilfe zur Inflation“ leistet, aber autonome Impulse würden dadurch unter keinen Umständen von der Geldpolitik ausgehen.

(3) Letztlich gibt es Auf- und Abschwünge wirtschaftlicher Aktivität nicht nur seit keynesianische Interpretationsmuster der Ökonomie die Geldpolitik beeinflussen. Möglicherweise hat sich der aus den USA stammende Monetarismus in seinem Urteil stark von Erfahrungen mit der US-Wirtschaftspolitik leiten lassen und begründete Einsichten unzulässig verallgemeinert. Denn nicht die Möglichkeit monetär (mit-)verursachter Konjunktur- und Inflationsbewegungen soll verneint werden (was im übrigen dem keynesianischen Ansatz völlig widerspräche), sondern die ihnen zugemesene Bedeutung.

Aus all dem ergibt sich das Bild, daß aufgrund vorwiegend realwirtschaftlicher Vorgänge Konjunkturschwankungen entstehen, die eine gleichgerichtete, zeitlich früher auftretende Geldmengenbewegung erzeugen und über die Nachfrage-Angebots-Verhältnisse temporär inflationstreibend wirken. Insoweit werden die Preisniveausteigerungen monetär alimentiert, aber nicht-monetär verursacht. Als Folge der monetaristisch geprägten Terminologie spricht man von einer „umgekehrten Kausalität“.

#### 4. Die Beachtung nicht-zyklischer Phänomene

Neben dem bislang behandelten Zyklennmuster sind gerade seit den 70er Jahren Schocks und Rigiditäten häufiger oder merklicher aufgetreten. In einem keynesianischen Theorierahmen lassen sich daraus problemlos Inflationseffekte ableiten<sup>11</sup>. Typisch sind – als Ausprägung einer Anbieterinflation – die beiden ersten Ölpreisschocks, die sich nicht nur als Kostenfaktor unmittelbar in den Endproduktpreisen niederschlugen, sondern darüber hinaus zu komplementären Kompensationsversuchen – z.B. deutlich im Lohnbereich – geführt haben. Nach strenger klassisch-monetaristischer Auffassung hätte es – bei strikt potentialorientierter Geldpolitik – statt der Verstärkung der ursprünglichen singulären Preisänderung zu substitutiven Preissenkungen kommen müssen.

Ähnliches gilt für den ganzen Bereich struktureller Inflationsmodelle, die in ihrer Mehrheit von einer Diskrepanz zwischen Produktivitätsentwicklung und Lohnveränderung in einzelnen Wirtschaftssektoren ausgehen<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Vgl. in dieser Richtung z. B. *B. P. Bosworth* (1980).

Die beiden Hauptargumentationsstränge lauten, daß es einerseits eine Lohnführerschaft der produktivitätsstärksten Branchen gibt (Produktivitätstyp der strukturellen Inflation) oder daß andererseits Löhne nach unten inflexibel reagieren und deshalb die durch Nachfrageverlagerungen verursachten Produktivitätsschwankungen nur asymmetrisch nachvollziehen (Nachfragetyp). In jedem Fall bewirkt das Verhalten der Tarifparteien in den wirtschaftsschwächeren Sektoren einen Kosten- und damit weitergehend Preisdruck, der nicht automatisch ausgeglichen wird.

Ob und inwieweit sich nun ein über Preisschocks oder Rigiditäten aufgebauter Preisdruck als Inflation niederschlägt, hängt stark vom Verhalten der Zentralbank ab. Sie könnte eine restriktive Politik verfolgen und entweder unmittelbar oder unter Umständen über erzwungene Arbeitslosigkeit für Verhaltensänderungen und damit letztlich Preisniveaustabilität sorgen. Die Notenbank könnte jedoch auch den entstandenen Preisdruck in einem näher festzulegenden Umfang monetär alimentieren und dadurch die Überwälzung erleichtern. Im ersten Fall besteht die Gefahr, vermeidbare Outputrestriktionen herbeizuführen, im zweiten Fall mag sich eine Art Inflationsmentalität aufbauen. Eine monetaristische Sichtweise würde hierbei klar zur ersten Strategie tendieren, denn nach deren Verständnis ist es Aufgabe der Märkte, für die richtigen relativen Preise zu sorgen – mit allen Konsequenzen; andernfalls entstünden Inflation und unter Umständen Preisverzerrungen mit negativen Konsequenzen für die Realwirtschaft. Eine eher keynesianische Betrachtung dagegen hätte an der Unvollkommenheit der Märkte – im neoklassischen Sinne – als beobachtete Ausgangsgröße anzusetzen und davon ausgehend die Kosten verschiedener Geldpolitiken abzuwägen.

Damit ist noch einmal der Dissens zwischen beiden hier erörterten Theorielinien offengelegt. Strukturelle Inflation oder Anbieterinflation gibt es prinzipiell nur im keynesianischen Kontext. Die beschriebenen Phänomene werden im Monetarismus unter Marktunvollkommenheiten rubriziert. Dabei handelt es sich keinesfalls um ein Problem sprachlicher Ordnung, wenn man die monetaristische Position zu Ende denkt. Diese beschreibt ja nicht einfach was geschieht, wenn sich Menschen so oder so verhalten, sondern ist mit der These einer (tendenziellen) Stabilität des (privaten) realen Sektors eindeutig festgelegt – und zwar auf die Modellannahme flexibler Preise. Damit kehrt sich – zugespitzt formuliert – das übliche Verhältnis zwischen Wirklichkeit und Theorie um: Das zugrundegelegte Modell erklärt nicht einfach die ökonomische Realität, sondern beschreibt sie als eine

---

<sup>12</sup> Vgl. L. Menkhoff (1986), S. 91 ff.

Unvollkommenheit des modellmäßig perfekten Marktes. Eine Geldpolitik, die – als strenge Geldmengenregel – konsequent darauf aufbaut, verkörpert insofern den Willen zur Durchsetzung dieser Modellnorm.

## II. Folgerungen aus der geldtheoretischen Debatte

### 1. Normative Implikationen der Grundkonzepte

Gleichgültig nun, ob die Identifikation monetärer Impulse als Störgröße oder die Betonung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte im Vordergrund der Analyse steht – als Modellvorstellungen abstrahieren ökonomische Theorien von der Wirklichkeit und versuchen eine Reduktion auf die für entscheidend gehaltenen Zusammenhänge. Für die Geld- und Inflationstheorie geht dabei die Auseinandersetzung schon lange auf die Frage der Wirkungsrichtung zwischen Geldmenge und Nominaleinkommen/Preisniveau zurück<sup>13</sup>.

Konträre Positionen lassen aber im einzelnen durchaus Annäherungen zu, die zeigen, daß es sich nicht einfach um Dogmen, sondern um lebendige, der Diskussion unterworfenen Gebilde handelt. Typisch dafür ist das Auf und Ab der Dualitätsthese von monetärem und realem Sektor: Alte klassische oder neu-klassische Ansätze auf der einen Seite und ein money doesn't matter-Keynesianismus auf der anderen Seite haben sich nicht durchgesetzt; Preis und Menge der Geldversorgung haben einen – unterschiedlich gesehenen – Einfluß auf Output und Inflation. Kennzeichnend für Lerneffekte sind darüber hinaus die Erklärungen der Transmissionskanäle, die sich methodisch durch Berücksichtigung detaillierterer Optimierungskalküle und Bestandsanpassungsprozesse angeglichen haben. Die letzte Innovation dürfte – als Folge der Erwartungsbildungsdiskussion – das Akzeptieren des Verstetigungsgedankens für die Geldpolitik sein.

Schon diese wenigen erwähnten Punkte verdeutlichen das Spannungsfeld, in dem sich die Theorien befinden: Auf der einen Seite entstehen Modifikationsanreize durch methodische Entwicklungen, Theoriediskussionen oder institutionelle Änderungen, auf der anderen Seite lassen sich Beharrungstendenzen für Grundpositionen feststellen. Solches Beharrungsvermögen mag teilweise allein durch die logisch vorgegebenen Möglichkeiten als eine Art Scheinphänomen auftreten: Zwischen Geldmenge und Nominaleinkommen sind schließlich nicht beliebig viele Wirkungsbeziehungen denkbar. Gleichzeitig aber scheidet sich an dieser Kausalitätsfrage nicht nur

---

<sup>13</sup> Vgl. W. Ehrlicher (1977).



Inflations- und Geldtheorie, sondern äquivalent auch die Makroökonomie, da das Verhältnis zwischen Staat und Privatwirtschaft involviert ist, zwischen hoheitlich kontrollierter Geldversorgung und privatwirtschaftlich organisierten Märkten<sup>14</sup>. Dieses Verhältnis birgt viel politischen Zündstoff in sich, so daß Grundüberzeugungen jenseits rein ökonomischer Zusammenhänge die Analyse beeinflussen, wenn nicht gar prägen<sup>15</sup>.

Vermeiden läßt sich dies nicht, ja es kann als Triebfeder durchaus hilfreich sein – in jedem Fall jedoch erleichtert das Offenlegen normativer Einflüsse die Diskussion. Bezüglich der Inflationstheorie wurde anhand von Formen der Anbieter- und strukturellen Inflation bereits auf den normativen Gehalt der ausschließlich monetären Deutung von Inflationsprozessen hingewiesen. Kernpunkt war dabei die Annahme eines stabilen realen Sektors der Wirtschaft – eines privatwirtschaftlichen Sektors, der durch eine aktiv handelnde staatliche Notenbank in seiner Gleichgewichtstendenz nur gestört wird, wohingegen autonome Preissetzungen „Modellabweichungen“ darstellen. Umgekehrt hat auch die keynesianische Inflationstheorie eine normative Implikation, indem sie Preissetzungen und produktivitätsunabhängige Preisanpassungen als Ausgangspunkt hinnimmt. Damit akzeptiert (und toleriert?) die nicht-monetäre Theorie diese Faktoren als Ursachen, gibt ihnen also einen eigenen Stellenwert, während sie in der üblichen, neoklassisch geprägten, Diktion „Starrheiten“, „Rigiditäten“, „Abweichungen“ – in jedem Fall etwas Negatives – darstellen. Zwischen diesen beiden Standpunkten, die weder richtig noch falsch sind, muß die eigene Entscheidung fallen. Zwar kann man mittels beider Ansätze die Phänomene beschreiben, doch die jeweilige Interpretation ist eine andere. Meines Erachtens wird dabei die keynesianische Auffassung eher einem Erklärungsanspruch gerecht, während der Monetarismus eher ein gewünschtes Idealbild postuliert.

Das gilt ganz ähnlich, wenngleich nicht so deutlich, für die zyklisch bedingte Inflation. Man kann Konjunkturschwankungen als Tatsache in bestimmten marktwirtschaftlichen Ordnungen hinnehmen und die damit verbundenen Preisniveaubewegungen ebenfalls, man kann aber auch vom theoretischen Gleichgewichtsmodell ausgehen und dessen Erklärungsdefizit durch die modellmäßig unbeachtete staatliche Geldpolitik füllen. Die Gefahr im zweiten Fall liegt in einer Sinnentleerung der theoretischen Ent-

---

<sup>14</sup> Vgl. für die Betonung dieser Schnittstelle *W. Ehrlicher* (1985), S. 120 ff.

<sup>15</sup> Meines Erachtens ein gern verdrängter Zusammenhang, der selten angeschnitten wird. Vgl. für eine Interpretation in diesem Sinne *W. Ehrlicher* (1985), bzw. direkt auf die Monetarismus-Keynesianismus-Kontroverse bezogen ders. (1977), S. 432 ff. Für einen Einzelfall vgl. auch *M. Neldner* (1975).

wicklung: Es soll doch nicht ein Modellgebäude um fast jeden Preis gerettet werden, statt eine Erfassung der wirtschaftlichen Realität zu versuchen? Dabei kommt meines Erachtens ein ausschließlich monetärer Erklärungsansatz der Inflation – d. h. ein strenger Monetarismus – dem ersten Fall schon sehr nahe. Im Kern scheint deshalb nach obigen Ausführungen ein multikausaler, (erweiterter) keynesianischer Ansatz der Inflationsklärung am vernünftigsten: Keine Theorielosigkeit, sondern Offenheit in Abhängigkeit von den jeweiligen institutionellen Gegebenheiten.

## *2. Thesen zu einer Inflationsklärung in der Bundesrepublik*

Ausgehend von einem multikausalen Erklärungsansatz wird im folgenden erst auf das Zusammenwirken monetärer und nicht-monetärer Faktoren eingegangen, um vor diesem Hintergrund verschiedene Inflationsphasen in der bundesdeutschen Wirtschaftsgeschichte knapp zu skizzieren.

(1) (Zentralbank-)Geldmenge und Preisniveau entwickeln sich nicht unabhängig voneinander, sondern stehen in einer begrenzt flexiblen Beziehung. Längerfristig verläuft die dynamische Entwicklung gleichgerichtet, denn weder lassen sich nominale Transaktionen beliebig ohne Geldvolumina durchführen, noch werden Geldmengen dauerhaft um ihrer selbst Willen gehalten. In aller Regel geht deshalb Inflation mit einer entsprechenden Geldmengenausweitung einher, so daß der Rückschluß erlaubt ist, in der Kontrolle der Geldversorgung eine hinreichende, wenngleich keine notwendige Bedingung zur Verhinderung anhaltender Preisniveausteigerungen zu sehen.

(2) Eine strikte Steuerung der Geldversorgung durch die Bundesbank ist bei den gegebenen institutionellen Verhältnissen möglich, aber nicht zwingend. Bis Mitte der 70er Jahre bestand ein freiwillig oder teilweise auch unfreiwillig zustandegekommener Spielraum für die Privaten, ihren Bedarf durch Geldschöpfung zu realisieren. Während dabei die Bundesbank immerhin die Konditionen (mit)bestimmte (mit Einschränkungen bezüglich der außenwirtschaftlichen Komponente), hat sie im Verlauf der 70er Jahre zusätzlich die Mengenkomponekte direkter kontrolliert.

(3) Trotz unmittelbarer Steuerungsmöglichkeiten der Geldmenge verbleibt und beläßt die Bundesbank eine gewisse Elastizität in der Geldversorgung. Diese entsteht zum einen aufgrund der zinsreagiblen Umlaufgeschwindigkeit und zum anderen aufgrund ihres konzeptionellen Vorgehens. Die Intention drückt sich in der Konstruktion der Steuerungsgröße „Zentralbankgeldmenge“ (in der Abgrenzung der Bundesbank) aus, die bewußt

Impulse von Seiten der Privaten berücksichtigt, und die nicht mit einer absolut konstanten Rate ausgeweitet wird<sup>16</sup>. Würde die Bundesbank dagegen so verfahren, dann kompensierte sie quasi Reaktionen der Privaten, so daß die Zügel straffer als bei einer Steuerung der monetären Basis angezogen wären. Tatsächlich aber wird ja eine Bandbreite vorgegeben, innerhalb derer konkrete Werte in Abhängigkeit von auftretenden Impulsen realisiert werden.

(4) Ganz unabhängig von dieser belassenen Elastizität könnten sich nicht-monetär verursachte Preisimpulse immer auch unter Schädigung der realen Wachstumsentwicklung durchsetzen. Ob daraus längerfristig ein sich selbst nährender Inflationsprozeß entsteht, hängt nicht nur von der Geldpolitik ab. Sie wird zwar irgendwann die anti-inflationären Verhaltensweisen erzwingen können, doch – egal ob elastisch oder sehr starr geführt – immer mit Verzögerung. Nur wenn die Menschen oder Gruppen ihr Preisverhalten unmittelbar an der Linie der Bundesbank ausrichteten, ließen sich die entstehenden volkswirtschaftlichen Kosten vermeiden. Davon ist aber in aller Regel nicht auszugehen, so daß auch die therapeutische Verantwortung nicht zwangsläufig auf die Geldpolitik abgeschoben werden kann.

(5) Nicht nur Impulse von der Preisseite, sondern auch solche von der Geldseite können das „normale“ Verhältnis zwischen Geldmenge und Preisniveau deutlich beeinflussen. Typisch hierfür sind zinsbedingte Umschichtungen der Privaten, die bei höheren Zinsen darauf achten, ihre (liquide) Geldhaltung zu rationalisieren, wie es sich im Gleichlauf von Zins und Umlaufgeschwindigkeit (z.B. von M1) ausdrückt. Verschärfen kann die Situation noch, wenn Dispositionen über die Geldhaltung hinaus das gesamte Geldvermögen betreffen, ohne daß es zu tendenziell ausgleichenden Zinsbewegungen kommt. Im Zinsabschwung könnte das bedeuten, daß die Geldvermögensbildung einer Gruppe ausschließlich in liquide, kurzlaufende Formen fließt, während eine andere Gruppe Rententitel kreditfinanziert kauft: Per Saldo ergibt dies eine Bilanzverlängerung und Geldmengenausweitung, d.h. also eine erhöhte Geldnachfrage, ohne daß daraus zusätzliche (inflationsrelevante) Güternachfrage resultieren würde.

(6) Unmittelbar inflationäre Wirkungen einer geldpolitisch induzierten Übernachfrage lassen sich bei der verfolgten, defensiven Bundesbankpolitik – zumal unter Berücksichtigung der aktuellen Kapazitätsauslastung – zwar

---

<sup>16</sup> *Deutsche Bundesbank* (1985) S. 85: „... deuten zugleich auf den spezifischen Doppelcharakter der Zentralbankgeldmenge hin. In ihr fallen Geldschöpfung der Banken und Geldschöpfung der Notenbank zusammen“. Oder siehe auch ebenda S. 92: „Solchen temporären Ungleichgewichtssituationen auf der Geld- oder Güterseite wird immer wieder einmal Rechnung zu tragen sein.“

nahezu ausschließen<sup>17</sup>, nicht jedoch erwartungsbedingte Inflationsprobleme. Jedenfalls legt die aktuelle Situation dies nahe, in der die anhaltende Überschreitung des Geldmengenziels schon an sich – ohne Berücksichtigung des Entstehungszusammenhangs – zum Aufkommen von Inflationserwartungen führt. Diese sind in einem nicht-inflationären Umfeld als Verursacher überzogener Vorstellungen, insbesondere zu hoher Realzinsen, natürlich unerwünscht.

Die Zweckmäßigkeit eines multikausalen Ansatzes erschließt sich aber nicht allein aus der theoretischen Diskussion und den institutionellen Gegebenheiten in der Bundesrepublik, sondern auch aus einer kurzen Rückblende auf die Preisniveausteigerungen der letzten 35 Jahre. Sofort ins Auge fallen dabei zwei unterschiedliche Phasen, nämlich die Zeit vor und nach 1970<sup>18</sup>. Der erste Zeitraum ist durch vergleichsweise niedrige absolute Inflationsraten, damit zusammenhängend geringere Volatilität und einen stabilen zeitlichen Nachlauf der Preisniveauperänderungen gegenüber den regelmäßigen, gut erkennbaren Konjunkturzyklen zu beschreiben. Ein nachfragetheoretischer Erklärungsansatz wird diesen Phänomenen im Kern gerecht, wobei im einzelnen Modifikationen angebracht sind (außenwirtschaftliche Einflüsse, stark sinkende Arbeitslosigkeit).

Dagegen geht in den 70er und 80er Jahren mit dem klassischen Bild der Konjunkturschwankungen auch der Erklärungswert einer Nachfrageinflation verloren. Es sind nun angebotsseitige Impulse, die die Inflation bestimmen: Zuerst extreme Lohnkostensteigerungen, danach zwei Ölpreisschocks, der erste durch induzierte inländische Preissteigerungen, der zweite durch den US-Dollar-Anstieg verschärft, und 1985/86 dann der Dollar-Rückgang, in seiner Wirkung noch stark akzentuiert von einem „umgekehrten“ Ölpreisschock. Auch dieses Bild läßt sich weiter durch strukturelle Aspekte, importierte Inflation, den Wandel am Arbeitsmarkt und veränderte internationale Konkurrenzbedingungen verfeinern.

Entscheidend ist hier allerdings, daß die monetären Bedingungen zwar einen Rahmen mit Vorgaben, aber nicht unmittelbar verursachend wirkten<sup>19</sup>. Einschränkungen gelten dabei für den Beginn der 70er Jahre, als die USA eine allzu lockere Wirtschaftspolitik betrieben und dadurch nicht nur zu

---

<sup>17</sup> Das bedeutet nicht, um das zu betonen, daß es generell keine monetär verursachte Inflation geben kann. Allerdings sprechen die hiesigen Bedingungen nicht gerade dafür.

<sup>18</sup> Vgl. ausführlicher hierzu *L. Menkhoff* (1986), S. 139 ff.

<sup>19</sup> Vgl. z. B. für die Phase ab 1978, als nicht-monetäre Impulse auf hohe Geldmenvolumina trafen, und die deshalb in der Interpretation strittig ist, *Reinhard Pohl* (1987), S. 446 ff.

einer monetären Überexpansion in der Bundesrepublik beitragen, sondern darüber hinaus weltweit das inflationäre Klima schufen, in dem der erste Ölpreisschock durchsetzbar war.

Zusammenfassend bestärkt also schon eine ganz grobe Skizzierung der verschiedenen Inflationsphasen den Gedanken eines multikausalen Ansatzes mit einer klaren Dominanz nicht-monetärer Einflußfaktoren, der sich zudem auch quantitativ abbilden läßt<sup>20</sup>. Daß man darüber hinaus eine monetäre Erklärung der Inflation ebenfalls empirisch plausibel machen kann<sup>21</sup>, überrascht aufgrund der angestellten theoretischen Überlegungen nicht und schränkt den hier vertretenen Ansatz auch nicht ein, sondern verdeutlicht noch einmal die Bedeutung und den normativen Gehalt der Vorgehensweise<sup>22</sup>. Akzeptiert man den keynesianischen Standpunkt, kurz gekennzeichnet durch die Annahme relevanter Einzelpreisveränderungen für das Preisniveau, dann ergibt sich daraus auf jeden Fall eine differenziertere Rolle der Geldpolitik als sie in der monetaristischen These zum Ausdruck kommt, die Geldpolitik sei einzig verantwortlich für Preisniveau und Inflation.

### 3. Abgeleitete Empfehlungen zur Geldpolitik

Die geldpolitischen Konsequenzen der verschiedenen Interpretationsmuster, die das Verhältnis von realem und monetärem Sektor in der Wirtschaft analysieren, wurden bereits verschiedentlich erwähnt oder angedeutet. Deshalb sollen sie hier auch nicht erneut in ihren theoretischen Begründungszusammenhang gestellt, sondern hinsichtlich ihrer Ausgestaltung erörtert werden. Dabei läßt sich die monetaristische Position mittels der bekannten Empfehlung unkompliziert wiedergeben, das Geldmengenwachstum eng an der Trendentwicklung des Produktionspotentials auszurichten, also eine feste Geldmengenregel zu befolgen. Diskussionen im Rahmen dieses Vorschlags drehen sich vor allem um die zweckmäßige Abgrenzung des Geldmengenaggregats und den Zeitraum, für den Geldmengenziele im voraus bekanntgegeben werden sollen<sup>23</sup>. Was dagegen empfiehlt sich aufgrund einer keynesianischen Position?

---

<sup>20</sup> Vgl. z. B. W. Vomfelde (1984), darauf Bezug nehmend F. Rahmeyer (1985) und allgemeiner W. Schröder (1981).

<sup>21</sup> Vgl. z. B. W. Schröder (1981), bezüglich der Probleme einer empirischen Kausalitätsermittlung vgl. K.-D. Geisler (1986).

<sup>22</sup> Vgl. in diesem Sinne T. Mayer (1985), S. 372 f.

<sup>23</sup> So hat sich die Sachverständigenrats-Mehrheit für solch einen längeren Zeitraum ausgesprochen. Vgl. in letzter Zeit H. K. Schneider / J. Pfister (1987).

Offensichtlich – das haben die letzten Kapitel bestätigt – kann die Antwort nicht ganz so einfach und einprägsam wie die monetaristische ausfallen. Von daher kann auch nicht verwundern, wenn zahlreiche Größen als Ziele der Geldpolitik in die Diskussion gebracht werden, insbesondere Zinssätze, Wechselkurse oder Bündel an Indikatoren. Gemeinsam ist den keynesianisch inspirierten Vorschlägen vor allem eines: Geldpolitik sollte vom Konzept her offen für die Berücksichtigung von Umfeldentwicklungen sein und deshalb nicht starr (an einer einzigen Größe) ausgerichtet werden.

Die Bedeutung einer Vorankündigung bestimmter geldpolitisch angesteuerter Zielwerte steht zu dieser Flexibilität in Konflikt und läßt sich mithin in Frage stellen<sup>24</sup>. Andererseits steht die Wichtigkeit von Erwartungen für den (Anti-)Inflationsprozeß und – allgemeiner noch – die hervorgehobene Rolle einer Erwartungssteuerung gerade in der keynesianischen Politiktradition außer Diskussion. Meines Erachtens wäre es deshalb ein Fehler, wegen der für notwendig erachteten Flexibilität, auf die Bekanntgabe der zentralbankpolitischen Zielvorstellungen zu verzichten. Allerdings besteht auch keinerlei Veranlassung, quasi als Reflex auf die monetaristische Empfehlung, unbedingt eine Art Konkurrenzziel zur Geldmenge zu propagieren.

Einen interessanten Ansatz hat von daher *J. Tobin* mit seinem mehrstufigen Orientierungsrahmen, dessen Elemente jeweils bekanntgegeben würden, vorgeschlagen<sup>25</sup>: Danach soll sich die Zentralbank auf Sicht mehrerer Jahre – in Abstimmung mit der Finanzpolitik – an Endzielen der Politik ausrichten (Beschäftigung, reales Wachstum, Preisniveau, Kapitalbildung), auf Sicht von ein bis zwei Jahren am Bruttosozialprodukt und kurzfristig an ihren unmittelbaren Steuerungsvariablen.

*Tobins* Begründung für dieses Konzept beruht vor allem auf zwei Argumenten, die die keynesianische Position noch einmal knapp charakterisieren: Erstens erforderten sich ändernde Umstände jeweils angemessene Reaktionen und zweitens könne und solle die Zentralbank auch realwirtschaftliche Zielgrößen verfolgen. Das erste Argument zielt auf die hier bereits ausführlich diskutierte Bedeutung von realwirtschaftlichen Ungleichgewichten, Strukturveränderungen und Schocks: Unter diesen Umständen kann eine festgelegte Regel, wie z. B. die monetaristische Geldmengenregel, nicht die optimale Politik sein und kann nicht einmal den Vorzug der Fehlervermeidung für sich beanspruchen. Was das zweite zentrale Argument betrifft, so verweist Tobin unter anderem auf die Einbettung der Geldpolitik in eine demokratische Gesellschaft: Diese erwarte von ihrer

---

<sup>24</sup> Vgl. *Rüdiger Pohl* (1987).

<sup>25</sup> Vgl. *J. Tobin* (1983).

Zentralbank ein Handeln in Krisenzeiten und ein Respektieren, sprich Unterstützen, aller angestrebten wirtschaftlichen, und eben auch der realwirtschaftlichen Ziele. Natürlich setzt solch eine Aussage die Akzeptanz der herrschenden Vorstellungen voraus und stellt nicht die Forderung auf, die Menschen sollten das Zustandekommen ökonomischer Ergebnisse allein dem Markt und einem kontinuierlichen Geldmengenwachstum überlassen.

Was schließlich die technische Seite einer keynesianisch ausgestalteten Geldpolitik anbelangt, so ergeben sich unter dem Gesichtspunkt der Reaktionsfähigkeit zwei Folgerungen: Bandbreiten erhalten den Vorzug vor Punktzielen und das Bruttosozialprodukt den vor einem Geldmengenziel, da es Spielraum für Geldnachfrageschocks berücksichtigt.

Diese bewußt belassene Unbestimmtheit, die ja – wenn sie in ein Konzept eingebunden und definiert ist – keinesfalls Willkür bedeutet, läßt sich möglicherweise schwieriger glaubwürdig „verkaufen“ als eine simple Regel. Andererseits – und auch dies gilt es zu beachten – „(wird) eine Geldpolitik... nicht schon deshalb glaubwürdig, weil sie Geldmengenziele erreicht“<sup>26</sup>.

### III. Konsequenzen für die aktuelle geldpolitische Diskussion

Im Verlaufe des Jahres 1987 ist die Bundesbankpolitik wegen ihrer Zielüberschreitungen zunehmend in die Diskussion geraten. Dabei mag sich die Notenbank zugute halten, daß die Kritik von verschiedenen Seiten kommt: Die einen fordern die Einhaltung des selbstgesteckten Geldmengenziels, andere befürworten zwar die bewußte Überschreitung, raten aber zur Aufgabe des Zentralbankgeldmengen-Konzepts. Modifikationen beider Grundhaltungen gibt es darüber hinaus hinreichend.

Der konkrete Anlaß dieser Debatte liegt in der Verfehlung des Geldmengenziels für 1986 um 1,4 Prozentpunkte, sowie des abermaligen deutlichen Überschießens im Jahr 1987 in ähnlicher Größenordnung. Dabei kommt es für die Beurteilung der Situation – bei einem keynesianischen Ansatz – weniger auf die Überschreitung als solche als auf die Ursachen dafür an.

Hier sind vor allem drei Gründe zu nennen<sup>27</sup>: Erstens haben Inländer, insbesondere inländische Nichtbanken, bei dem niedrigen Nominalzinsniveau ihre Rentenkäufe drastisch eingeschränkt und ihre Mittel sehr liquide angelegt oder gar in Form von Bargeld gehalten. Während dies eigentlich zu

---

<sup>26</sup> Reinhard Pohl (1985), S. 381.

<sup>27</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank* (1987), S. 21 ff. und S. 38 ff. bzw. deren Monatsberichte für einzelne Zahlenangaben.

einem Zinsanstieg hätte führen müssen, übernahmen – zweitens – Ausländer 1986 rund zwei Drittel und im ersten Halbjahr 1987 immer noch gut 62% des Nettoabsatzes inländischer Rententitel, so daß dadurch das Zinsniveau sogar zurückging und der Attentismus inländischer Nichtbanken weiter anhielt. Weiterhin bewirkte dies trotz Rekordüberschüssen in der Leistungsbilanz einen langfristigen Kapitalimport und um so größere kurzfristige Kapitalexporte. Die Folge dieser Transaktionen war eine Bilanzverlängerung bei den Kreditinstituten: Per Saldo vergab das Inland kurzfristige Kredite ans Ausland, das wiederum festverzinsliche Wertpapiere kaufte, während inländische Nichtbanken sich liquide hielten<sup>28</sup>. Die dritte wesentliche Ursache für die starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge lag im Verhalten der Bundesbank, die bewußt niedrige Zinsen anstrebte, um den Aufwertungsdruck auf die D-Mark zu mildern, und deshalb die Geldmengenerweiterung zuließ.

Aufgrund dieses Bildes fällt es sehr schwer, von einem expansiven monetären Impuls zu sprechen, der – entsprechend der monetaristischen Inflationstheorie – so viel Überliquidität in die Wirtschaft pumpt, daß zur Wahrung des Portfolio-Gleichgewichts die Ausgaben für Güter und Dienstleistungen steigen (und selbst dann dürfte eine alleinige Preiswirkung dieser Nachfragesteigerung unwahrscheinlich sein)<sup>29</sup>. Viel eher handelt es sich bei der aktuellen Lage um eine Folge der oben beschriebenen Verhaltensweisen, die zwar die Geldmengenausweitung bedingen, die aber auch unter sich wandelnden Umständen wieder zu ihrer Rückführung beitragen. Solch eine Normalisierung ist in verschiedenen Szenarien denkbar, doch ganz entscheidend hängt sie von der Bereitschaft inländischer Nichtbanken ab, sich wieder in größerem Umfang in langlaufenden Titeln zu engagieren. Diese Bereitschaft wird durch steigende Opportunitätskosten gefördert<sup>30</sup> und deutete sich bereits bei etwas höherem Zinsniveau an<sup>31</sup>. Wahrscheinlich reduziert sich mit der Zeit auch eine Art Mindestzinserwartung, die die Vergangenheit als Maßstab nimmt und derzeit bei Anleiherenditen um 6% nur unzureichend befriedigt wird<sup>32</sup>.

---

<sup>28</sup> So nahm das Kreditvolumen gegenüber Nichtbanken im August 1987 – auf das Vorjahr bezogen – nur um gut 3% zu, die Interbankenkredite dagegen um fast 13%, darunter vor allem die an ausländische Kreditinstitute um 30%.

<sup>29</sup> Vgl. *Reinhard Pohl* (1987).

<sup>30</sup> Bezeichnenderweise expandieren die liquiden Geldmengen besonders stark: M 1 z. B. im August 1987 gegenüber Vorjahr um gut 10,5%, dagegen die zinsreagiblen Termingelder nur um 1,5%. Bei der erhöhten Bargeldhaltung dürften allerdings auch anhaltendere zinsunabhängige Einflüsse eine Rolle spielen.

<sup>31</sup> Zur Jahresmitte 1987 setzten spürbare Rentenkäufe inländischer Nichtbanken, bei geringem Auslandsinteresse, ein.



Es spricht also viel dafür, daß die überschießende Geldmenge mit einem Auslaufen der verursachenden Faktoren wieder langsamer zunehmen wird und sich kein stetig wachsendes monetäres Inflationspotential bildet. Da auch von den realwirtschaftlichen Bedingungen her kein Anlaß zu begründeten Sorgen besteht, liegt die eigentliche Inflationsgefahr derzeit in aufkommenden Inflationsängsten.

Unter diesem Aspekt befindet sich die Bundesbank in dem Dilemma, daß sie mit ihrem Geldmengenzielkonzept eine Interpretationsweise fördert, die sie darin behindert, das Wünschenswerte zu tun. Jede Form der Geldmengenregel, selbst wenn sie so variabel wie von der Bundesbank gehandhabt wird, gibt eben letztlich ein starres Korsett vor. Das mag zur Brechung einer Inflationsmentalität ein akzeptables Mittel gewesen sein, doch diese Zeit ist (erst einmal) vorüber.

Geldmengenwachstum ist somit weder theoretisch zwingend die wesentliche Inflationsursache, noch war es dies konkret unter den bundesdeutschen Verhältnissen; und auch unter den derzeitigen Umständen stellt es kein entscheidendes Problem dar. Das eigentliche aktuelle geldpolitische Problem liegt vielmehr in der Zielverfehlung als solcher – die Konsequenz kann aber nicht darin bestehen, deshalb Geldmengenziele in Zukunft wieder unbedingt einhalten zu wollen, sondern darin, sie grundsätzlich zu überdenken.

### Literaturverzeichnis

*Bosworth, P. B.* (1980): Nonmonetary Aspects of Inflation, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 12, S. 527 - 539. – *Brunner, K.* (1984): Hat der Monetarismus versagt?, in: *Kredit und Kapital*, 17. Jg., S. 18 - 63. – *Deutsche Bundesbank*: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Ausgaben. – *Deutsche Bundesbank* (1985): Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 7, 3. Aufl. – *Deutsche Bundesbank* (1987): Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1986. – *Ehrlicher, W.* (1977): Zur Monetarismus-Diskussion in „Kredit und Kapital“, in: *Kredit und Kapital*, 10. Jg., S. 429 - 460. – *Ehrlicher, W.* (1985): Ein neuer Methodenstreit?, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft*, Bd. 36, S. 109 - 127. – *Friedman, M.* (1968): The Role of Monetary Policy, in: *American Economic Review*, Vol. 58, S. 1 - 17. – *Friedman, M.* (1970): The Counter-Revolution in Monetary Theory, *Institute of Economic Affairs: Occasional Paper No. 33*, London. – *Geisler, K. - D.* (1986): Zur „Kausalität“ von Geldmenge und Sozialprodukt, in: *Kredit und Kapital*, 19. Jg., S. 325 - 339. – *Lachmann, W.* (1977): Eine keynesianische Erklärung für Friedmans „monetaristische“ Beobachtungen, in: *Kredit und Kapital*,

---

<sup>32</sup> Zweifellos wird das Verhalten der privaten Nichtbanken von den beiden vergangenen extremen Zinszyklen – d. h. erreichten hohen Nominalzinsen – geprägt. In den darin bedingten hohen Realzinsen drückt sich auch eine gewachsene Inflationssensibilität, jedoch kein generelles Mißtrauen gegenüber der verfolgten Geldpolitik, aus.

10. Jg., S. 516 - 525. – *Mayer, T.* (1985): The Status of the Monetarist Debate in the United States: an Evaluation, in: D. Cansier / D. Kath (Hrsg.): Öffentliche Finanzen, Kredit und Kapital: Festschrift für Werner Ehrlicher zur Vollendung des 65. Lebensjahres, Berlin, S. 357 - 375. – *Menkhoff, L.* (1986): Zur Theorie der nicht-monetär verursachten Inflation, Berlin. – *Neldner, M.* (1975): Zum Verhältnis von Ideologie und Theorie bei Milton Friedman, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 189. Bd., S. 365 - 377. – *Neumann, M. J. M.* (1979): Rationale Erwartungen in Makro-modellen – Ein kritischer Überblick, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 99. Jg., S. 371 - 401. – *Oberhauser, A.* (1982): Der Charakter der frei verfügbaren Liquiditätsreserven, in: Kredit und Kapital, 15. Jg., S. 411 - 428. – *Pohl, Reinhard* (1985): Geldpolitik nicht wachstumsgerecht, in: DIW-Wochenbericht, 52. Jg., S. 374 - 381. – *Pohl, Reinhard* (1987): Geldpolitik 1986/87: Wiederholung der „Fehler“ von 1977/78?, in: DIW-Wochenbericht, 54. Jg., S. 445 - 450. – *Pohl, Rüdiger* (1987): Brauchen wir eine neue geldpolitische Konzeption?, in: Wirtschaftsdienst, 67. Jg., S. 339 - 345. – *Rahmeyer, F.* (1985): Die Determinanten der Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland – Eine Replik, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 200, S. 532 - 541. – *Schneider, H. K. / Pfister, J.* (1987): Das Geldmengenziel – ein Korridor der Verlässlichkeit, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27. 6. 1987. – *Schröder, W.* (1981): Theories of Inflation and their Recent Empirical Evidence in the Federal Republic of Germany, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 101. Jg., S. 25 - 44. – *Tobin, J.* (1970): Money and Income: Post hoc ergo propter hoc?, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, S. 301 - 317. – *Tobin, J.* (1983): Monetary Policy: Rules, Targets, and Shocks, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 15, S. 506 - 518. – *Vomfelde, W.* (1984): Die Determinanten der Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 199, S. 32 - 48.

## Zusammenfassung

### Inflationsgefahr durch Überschreiten von Geldmengenzielen?

Mit dem Überschreiten der von der Bundesbank festgelegten Geldmengenziele für 1986 und 1987 hat die Sorge um eine monetär entstehende Inflation zugenommen. Den Begründungszusammenhang dafür liefert die monetaristische Theorie, die eine klare kausale Wirkungsrichtung von der Geldmenge hin zum Preisniveau postuliert. Es soll gezeigt werden, daß diese Vorstellung zwar ein in sich geschlossenes Bild ergibt, aber einem eher keynesianischen Ansatz keinesfalls überlegen ist. Vielmehr verspricht eine Orientierung an der Norm eines „Akzeptierens der gegebenen Verhältnisse“ eine relevantere Analyse als ein Festhalten an der monetaristischen Norm „vollkommener Märkte“. Solch ein offener, differenzierterer Ansatz der Inflationserklärung – der monetäre Einflüsse relativiert, aber nicht leugnet – führt folgerichtig auch zu einem vielschichtigeren Entscheidungsmuster für die Geldpolitik. Für die aktuelle Diskussion ist dabei von Bedeutung, daß die Ursachen der Geldmengenexpansion im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld eben keine Inflationsgefahr anzeigen. Die Geldpolitik sollte deshalb auch nicht etwa Geldmengenziele unbedingt wieder einhalten wollen, sondern sie grundsätzlich überdenken.

## Summary

### **Inflationary Risks as a Result of Overshooting Money Supply Targets?**

Overshooting the Bundesbank's money supply targets for 1986 and 1987 has increased concern about resurging inflation on account of monetary reasons. The monetarist theory claiming the existence of clear causal effects between money supply and the level of prices supplies the context of justification. The aim of this paper is to show that this perception, although offering a consistent picture, is in no way superior to a more Keynesian approach. A procedure oriented to the norm of "accepting existing conditions" promises a rather more relevant analysis than any holding fast to the monetarist norm of "perfect markets". Such an open and more differentiated approach to explaining the causes of inflation – one which assumes a role of relative importance for monetary causes while not denying their existence – thus leads, of necessity, to a more complex decision-making pattern for monetary policy. In this context it is important for the current discussion that the causes of money supply expansion do not indicate inflationary dangers in the present economic environment. Precisely for this reason, monetary policy-makers should not be subjected again to the requirement of strict compliance with money supply targets, but they should review them in principle.

## Résumé

### **Le dépassement d'objectifs d'offre de monnaie a-t-il un effet inflationniste?**

Les objectifs d'offre de monnaie fixés par la Banque fédérale ont été dépassés en 1986 et 1987, ce qui fait craindre de plus en plus une inflation monétaire. La théorie monétariste, en effet, postule un effet causal évident de la quantité de monnaie en circulation sur le niveau des prix. L'auteur montre ici que cette thèse n'est nullement supérieure à une conception plutôt keynésienne. Au contraire, une orientation vers la norme de l'„acceptation des conditions données“ promet une analyse plus pertinente que l'attachement à la norme monétariste de „marchés parfaits“. En expliquant ainsi l'inflation de façon claire et différenciée – les effets monétaires y sont relatifs, mais non ignorés –, on obtient aussi par conséquent un modèle de décision plus large pour la politique monétaire. Il est important pour la discussion actuelle que les causes de l'expansion de la quantité de monnaie en circulation n'indiquent pas de danger inflationniste dans le contexte économique actuel. La politique monétaire ne devrait donc pas s'efforcer d'atteindre de nouveau à tout prix des objectifs d'offre de monnaie, mais elle devrait y réfléchir systématiquement.