

## Geldmengen- strategie 1997/98

Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank hat auf seiner Sitzung am 19. Dezember 1996 den Zeithorizont der Geldmengenorientierung auf zwei Jahre ausgeweitet. Danach soll die Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 mit einer Rate von jeweils etwa 5% wachsen. Für das Jahr 1997 legte der Zentralbankrat zusätzlich einen Zielkorridor von 3½% bis 6½% fest.

### Geldmengenorientierung 1997/98

---

Der Beschluß des Zentralbankrats zur Geldmengenpolitik in den Jahren 1997/98 lautet:

„Die insbesondere von den internationalen Finanzmärkten ausgehende erhöhte Volatilität der Geldmengenentwicklung hat die Deutsche Bundesbank in den letzten Jahren veranlaßt, den mittelfristigen Charakter ihrer Geldpolitik stärker als in der Vergangenheit zu betonen. Bei der aktuellen Entscheidung für die geldpolitische Strategie hat sie auch die besonderen Rahmenbedingungen der deutschen Geldpolitik im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund erweitert sie den Zeithorizont ihrer Geldmengenorientierung auf zwei Jahre. Damit möchte sie mögliche Unsicherheiten über die Ausrichtung der Geldpolitik in dieser Zeit begrenzen. Die Deutsche Bundesbank wird wie bisher die von der Geldmengenentwicklung ausgehenden Signale im Zusammenhang einer breit angelegten Analyse aller für die

*Beschluß des  
Zentralbankrats*

Entwicklung der Geldwertstabilität relevanten Daten überprüfen.

Die Deutsche Bundesbank wird ihre Geldpolitik weiterhin so führen, daß die Preisstabilität gesichert wird und gleichzeitig die monetären Voraussetzungen für ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum erhalten bleiben. Hierfür hält sie es für angemessen, daß sich die Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 mit einer Rate von jeweils etwa 5 % ausweitet. Um den Märkten eine Orientierungshilfe für die auf kürzere Sicht tolerable Geldmengenausweitung zu geben, legt die Bundesbank für das Jahr 1997 – vom vierten Quartal 1996 bis zum vierten Quartal 1997 – zusätzlich einen Zielkorridor von 3½ % bis 6½ % fest. Der gegenüber 1996 unverändert breite Korridor von drei Prozentpunkten soll der anhaltend hohen Volatilität in der kürzerfristigen Geldmengenentwicklung Rechnung tragen. Ende 1997 wird die Bundesbank den Bereich des angestrebten M3-Wachstums für das Jahr 1998 näher konkretisieren.

Die Bundesbank hält damit an ihrem Konzept der Geldmengensteuerung und an der Geldmenge M3 als zentraler Orientierungsgröße für die Geldpolitik fest. Die Geldmengenentwicklung war in den letzten Jahren zwar stärkeren Schwankungen unterworfen, die langfristigen monetären Grundrelationen sind jedoch nach wie vor hinreichend stabil.“

## Fortsetzung der geldmengenorientierten Politik

Die Geldmengenentwicklung verlief im abgelaufenen Jahr erneut in unruhigem Fahrwasser. Nach der Zielunterschreitung 1995 ist die Geldmenge M3 insbesondere im ersten Quartal 1996 sehr kräftig gewachsen. Danach hat sie zwar moderater zugenommen und sich dem oberen Rand des Zielkorridors angenähert; es verbleibt jedoch eine Zielüberschreitung. Im November 1996 übertraf die Geldmenge M3 ihren Durchschnittsstand vom vierten Quartal 1995 um 8,0 % und lag damit über dem Zielkorridor von 4 % bis 7 %.

*Zielverfehlung  
1996*

Trotz der anhaltenden Volatilität der kürzerfristigen Geldmengenentwicklung und der erneuten Zielverfehlung hält die Bundesbank an dem Konzept der Geldmengensteuerung fest. Es zeichnet sich durch eine Reihe von Vorteilen aus. Mit dem Geldmengenziel gibt die Notenbank den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, der Öffentlichkeit und den Finanzmarktteilnehmern eine Richtschnur über den geplanten geldpolitischen Kurs an die Hand. Dies erleichtert die Erwartungsbildung und trägt dazu bei, die Erwartungen über die Preisentwicklung auf dem von der Zentralbank anvisierten Niveau zu verankern. Verkündete Geldmengenziele stellen eine Selbstbindung der Notenbank dar. Sie wirken disziplinierend, da diese gezwungen ist, Abweichungen vom Zielpfad zu rechtfertigen. Schließlich ermöglicht die Geldmengensteuerung eine klare Abgrenzung der Verantwortungsbereiche. Die Notenbank übernimmt Verantwortung für den mittelfristigen Inflationsverlauf, nicht jedoch

*Vorteile der  
Geldmengen-  
steuerung*

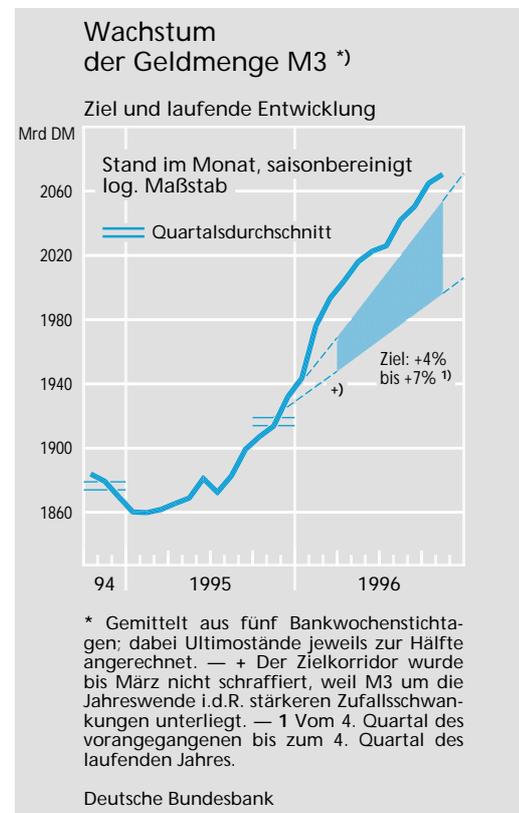
für fiskal- oder lohnpolitische Entscheidungen, die die Inflationsentwicklung kurzfristig beeinflussen.

*Geldmengen-  
steuerung  
empirisch  
fundiert*

Die Geldmengensteuerung ist nach wie vor empirisch fundiert. Um die Geldmenge durch Zinsveränderungen steuern und damit letztlich die Preisentwicklung im erwünschten Sinne beeinflussen zu können, sollte die Geldnachfrage in einem festen Verhältnis zu wenigen gesamtwirtschaftlichen Schlüsselgrößen stehen – wie dem Bruttoinlandsprodukt und den Zinsen. Für die mittelfristig orientierte Geldmengenstrategie, die an dem längerfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen ansetzt, kommt es dabei vor allem auf die Stabilität der langfristigen Geldnachfrage an. Die Mehrzahl der ökonometrischen Untersuchungen gelangt zu dem Ergebnis, daß diese in Deutschland weiterhin hinreichend stabil ist. Die Geldmengenentwicklung bleibt deshalb ein geeigneter Anker für die auf die Erhaltung des Geldwerts ausgerichtete Politik der Bundesbank.

*Politikberatung  
unterstützt  
Geldmengen-  
strategie*

In Deutschland findet das Konzept der Geldmengensteuerung insgesamt nach wie vor breite Unterstützung. In der Politikberatung besteht weitreichende Einigkeit darüber, daß die Bedingungen für ein Festhalten an der Geldmengenstrategie unverändert gegeben sind. Der Sachverständigenrat wies in seinem jüngsten Jahresgutachten darauf hin, daß die Zielverfehlung im letzten Jahr der Bundesbank keine Glaubwürdigkeitsprobleme in bezug auf ihren Stabilitätswillen eingebracht hat. Er hat ebenso wie die Wirtschaftsforschungsinstitute zu einer Fortsetzung der Geldmengenstrategie geraten.



Die Bundesbank bleibt auch bei der Geldmenge M3 als Zielgröße. Diese schneidet bei empirischen Untersuchungen weiterhin besser als andere Geldaggregate ab. Allerdings hat die Volatilität der Geldmenge M3 in den letzten Jahren zugenommen. Insbesondere die von den internationalen Finanzmärkten ausgehenden Einflüsse haben zu einer Zunahme der Schwankungen im Geldmengenwachstum geführt. Zudem sind die Grenzen zwischen Geld und Geldkapital heute stärker verwischt, als dies früher der Fall war. In der statistisch ausgewiesenen Geldmenge sind deshalb zeitweise auch Mittel enthalten, die in der Zukunft nicht ausgabenwirksam und deshalb auch nicht inflationsrelevant werden. Damit steigt der Interpretations- und Erklärungsbedarf der monetären Entwicklung. Gleichzeitig wird die Eignung der Geldmenge

*Festhalten an  
M3 als  
Zielgröße*

*Geldpolitisches  
Umfeld und  
mittelfristige  
monetäre  
Tendenzen*

M3 als präziser Frühindikator eingeschränkt. Diese Schwierigkeiten dürften vermutlich auch in der nächsten Zeit anhalten.

Vor diesem Hintergrund hat die Bundesbank ihre Geldmengenstrategie in den letzten Jahren grundsätzlich beibehalten, gleichzeitig aber neben der Geldmenge auch das gesamte geldpolitische Umfeld stärker in die Betrachtung einbezogen. M3 steht freilich weiterhin an der Spitze der Indikatorenhierarchie. Die von der Geldmengenentwicklung ausgehenden Signale werden jedoch im Zusammenhang einer breit angelegten Analyse aller für die Geldwertstabilität relevanten Daten überprüft. Ferner hat die Bundesbank bei der Interpretation der Geldmengenentwicklung und der Begründung von Zinsbeschlüssen die mittelfristigen monetären Zusammenhänge deutlicher in den Vordergrund gerückt.

### Zur Zweijahresorientierung

*Veränderte  
Rahmen-  
bedingungen  
durch  
Europäische  
Währungs-  
union*

Die Zweijahresorientierung mit einem formellen Korridor von 3 1/2 % bis 6 1/2 % für 1997 stellt deshalb auch keinen grundlegenden Strategiewechsel dar. Die Bundesbank trägt damit insbesondere den veränderten Rahmenbedingungen für die deutsche Geldpolitik im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion Rechnung. Vor allem in der sogenannten Interimsperiode, die im Frühjahr 1998 mit der Bestimmung der Teilnehmer für die dritte Stufe der EWU beginnt und mit dem Start der Währungsunion am 1. Januar 1999 endet, steigen möglicherweise die Unsicherheiten an den Finanz- und

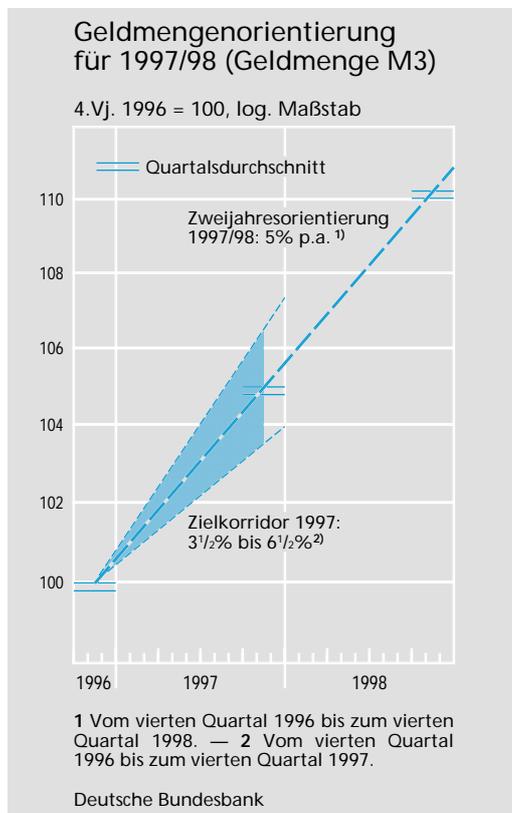
Devisenmärkten. Da sich die einzelnen Währungen mehr und mehr dem Zustand vollständiger Substituierbarkeit annähern, könnte auch die Notwendigkeit einer engeren geldpolitischen Koordinierung unter den beteiligten Notenbanken zunehmen.

Die Zweijahresorientierung setzt unter diesen Umständen ein eindeutiges Signal für die Märkte. Sie macht deutlich, daß die Bundesbank bis zum vertragsmäßigen Beginn der Währungsunion Anfang 1999 sowohl an ihrem Stabilitätskurs als auch an ihrer Strategie festhält. Die Vorgabe einer klaren geldpolitischen Linie zielt darauf ab, Unsicherheiten an den Finanzmärkten zu verringern und Vertrauen in die Fortsetzung der Stabilitätspolitik zu schaffen. Ferner könnte die Zweijahresvorgabe als eine Art Referenzgröße für die eventuell notwendige geldpolitische Koordinierung dienen.

Das Vorgehen der Bundesbank wird darüber hinaus von der Absicht getragen, der künftigen Europäischen Zentralbank zu einem möglichst reibungslosen Start zu verhelfen. Die wichtigsten „Erbstücke“ sind in diesem Zusammenhang günstige Preisperspektiven sowie ein möglichst hoher Grad an geldpolitischer Glaubwürdigkeit. Beides erfordert eine strikte Stabilitätspolitik im Vorfeld der Währungsunion. Mit der Ankündigung einer zweijährigen Geldmengenvorgabe wird hierfür eine Grundlage gelegt.

*Start und  
Strategie der  
EZB*

Mit der jetzigen situationsbezogenen Erweiterung des Zeithorizonts werden schließlich Voraussetzungen dafür geschaffen, daß die EZB im Prinzip nahtlos an die Geldmengen-



politik der Bundesbank anknüpfen kann. Die Entscheidung über die angemessene geldpolitische Strategie in der Währungsunion obliegt letztlich allein der Entscheidung des Rates der EZB. Eine Geldmengenorientierung – wie auch immer sie im Detail ausgestaltet sein mag – sollte aus Sicht der Bundesbank jedoch in das Konzept der EZB aufgenommen werden. Die EZB wird zunächst unter großen Unsicherheiten im Hinblick auf die monetären Relationen und den Transmissionsprozeß im europäischen Währungsraum agieren müssen und sich zudem erst allmählich Glaubwürdigkeit erwerben können. Ohne ein überzeugendes stabilitätspolitisches „precommitment“ dürfte sie in dieser Situation nicht auskommen. Eine pragmatische und auf die Besonderheiten dieses Währungsraumes ausgerichtete Geldmengenstrategie erscheint

deshalb wichtig, um die ohnehin schwierige Startphase auch konzeptionell zu meistern.

### Ableitung der Geldmengenvorgabe

Dem potentialorientierten Ansatz entsprechend hat die Bundesbank die Geldmengenorientierung 1997/98 wie bisher aus gesamtwirtschaftlichen Eckwerten für das reale Potentialwachstum, die mittelfristige Preisannahme und den Trend in der „Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“ abgeleitet.

*Gesamtwirtschaftliche Eckwerte*

Für das gesamtwirtschaftliche Produktionspotential wurde im Durchschnitt der Jahre 1997 und 1998 ein Wachstum von jeweils gut 2% veranschlagt. Dies ist etwas mehr als die Zunahme im vergangenen Jahr, die aufgrund der gedämpften Investitionstätigkeit nach unten korrigiert wurde (von ursprünglich 2 1/2% auf knapp 2%). Auch für 1997 und 1998 gilt, daß das Produktionspotential in den neuen Bundesländern stärker als in den alten steigt; nach den vorliegenden Schätzungen wird der Beitrag Ostdeutschlands in diesem Zeitraum bei rund einem halben Prozentpunkt liegen. Gegenüber 1996 wird das Potentialwachstum in den neuen Bundesländern aber nachlassen, während es sich in den alten etwas verstärkt. Für die Entwicklung in den alten Bundesländern ist maßgeblich, daß im Verlauf von 1997 mit einer gewissen Erholung der privaten Investitionstätigkeit und damit zusammenhängend im Zeitraum 1997/98 mit einer wieder etwas stärkeren Zunahme des Kapitalstocks zu rechnen ist. Zudem dürfte das potentielle Arbeitsvolumen aufgrund einer leichten Erhöhung der Erwerbs-

*Produktionspotential*

personenzahl und einer im Vergleich zu den Vorjahren geringeren Verkürzung der tariflichen Arbeitszeit erstmals seit vier Jahren wieder etwas steigen.

*Mittelfristige  
Preisannahme*

Als zweiter Eckwert wurde der Zweijahresorientierung eine mittelfristige Preisannahme von 1½ % bis 2 % zugrunde gelegt. Die Bundesbank trägt damit den anhaltenden Fortschritten in der Preisstabilisierung und den weiterhin günstigen Preisperspektiven Rechnung. Im Jahr 1996 haben alle umfassenden Preisindizes die 2-%-Marke deutlich unterschritten. Der gesamtdeutsche BIP-Deflator, der der Umrechnung des realen in das nominale Produktionspotential zugrunde liegt, ist lediglich um 1,0 % gestiegen, der Preisindex für die Lebenshaltung nur wenig stärker.

Vor einem Jahr hatte die Bundesbank die Herabsetzung der mittelfristigen Preisvorgabe an die Bedingung geknüpft, daß sich die Preissteigerungsraten dauerhaft unter der 2-%-Marke einpendeln könnten. Aus einer Reihe von Gründen erscheint ein solches Szenarium für die nächsten zwei Jahre und damit für die voraussichtliche „Restlaufzeit“ der D-Mark durchaus realistisch. Die ausgabenrelevante Liquiditätsausstattung der Wirtschaft läßt derzeit keine Inflationsrisiken erkennen (vgl. S. 23 f.). Ferner begrenzen die Globalisierung der Gütermärkte sowie der damit einhergehende schärfere Wettbewerb den Spielraum für Preisanhebungen international gehandelter Güter heute weltweit mehr als früher. Hinzu kommt das größere Stabilitätsbewußtsein der Währungsbehörden und der Druck, der von den globalisierten und inflationssensitiven Finanzmärkten auf diese ausgeht. Darüber hin-

aus sind in Deutschland angesichts der hohen Arbeitslosigkeit weiterhin moderate Lohnabschlüsse und damit eine günstige Entwicklung der Lohnstückkosten zu unterstellen. Schließlich dürften administrative Preiserhöhungen nicht mehr so stark ins Gewicht fallen. Auch die historisch niedrigen Kapitalmarktzinsen deuten darauf hin, daß die Chancen für eine dauerhafte Eindämmung der Inflation für viele Länder – und darunter auch Deutschland – derzeit als günstig bewertet werden.

Vor diesem Hintergrund macht die Neuformulierung der Preisvorgabe expliziter als bisher deutlich, daß der stabilitätspolitische Ehrgeiz der Bundesbank nicht bei der 2-%-Marke endet, die immer schon als Obergrenze definiert war. Die Bundesbank wird ihren Beitrag zur Sicherung der Geldwertstabilität in den zwei Jahren vor dem Eintritt in die Währungsunion unvermindert leisten. Auch von dieser Seite setzt sie alles daran, der EZB einen reibungslosen Start zu ermöglichen.

Für den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, gemessen an der Relation aus nominalem Produktionspotential und der Geldmenge M3, wurde erneut ein Zuschlag von einem Prozentpunkt vorgenommen. Der Beibehaltung der seit 1993 angesetzten Größenordnung liegt eine Aktualisierung der Trendrechnungen zugrunde. Sie basiert wie in den vergangenen Jahren auf einem langen Stützzeitraum; dies steht im Einklang mit der weithin durch empirische Untersuchungen bekräftigten These, daß die Stabilität der Geldnachfrage in der langen Frist gewährleistet ist.

*„Umlaufgeschwindigkeit“*

*Ergebnis*

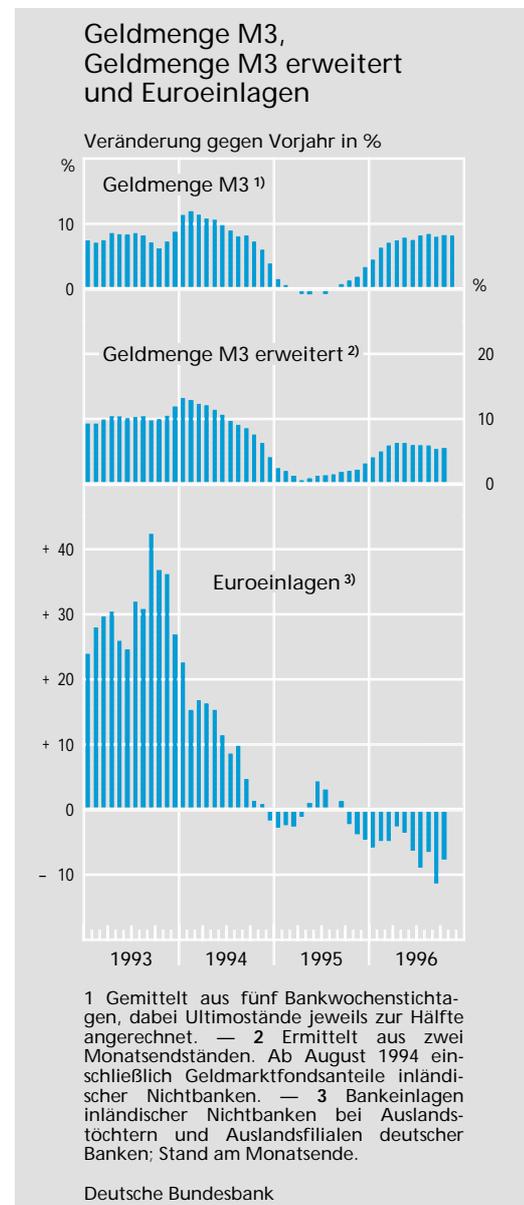
Aus der Summe der genannten Eckwerte ergibt sich im Durchschnitt der Jahre 1997 und 1998 eine Ausweitung der Geldmenge M3 von jeweils rund 5%. Diesen Richtwert hat die Bundesbank unter Berücksichtigung der monetären Ausgangslage in eine potentialgerechte Verlaufsrate vom vierten Quartal 1996 bis zum vierten Quartal 1998 umgesetzt.

*Monetäre  
Ausgangslage*

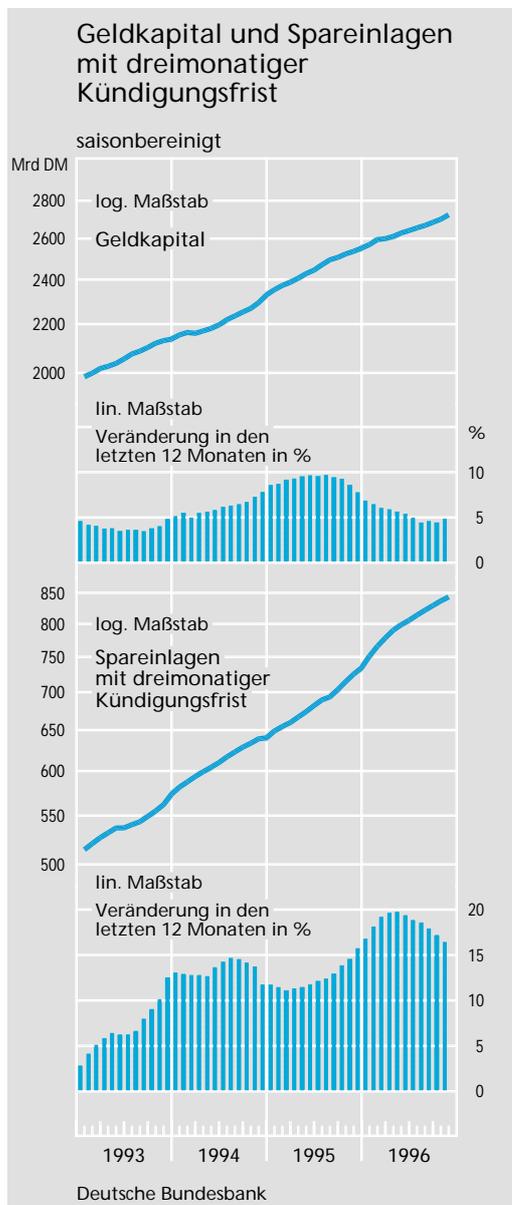
Die monetäre Ausgangslage Ende 1996 war durch eine Überschreitung des Verlaufsziels sowie durch ein kräftiges Geldmengenwachstum im Jahresdurchschnitt gekennzeichnet. Die Geldmenge M3 war im November um 8,0% höher als im vierten Quartal 1995; das jahresdurchschnittliche Wachstum könnte etwa 7 1/2% betragen haben und damit zwei Prozentpunkte mehr, als der Ableitung des letztjährigen Geldmengenziels zugrunde lag. Damit stellte sich die Frage, ob dieser Zielüberschreitung durch einen Abschlag beim neuen Geldmengenziel Rechnung getragen werden sollte. Die Bundesbank hat hiervon abgesehen, weil ihr auf der monetären Seite keine Inflationsrisiken vorzuliegen scheinen. Eine Reihe von Indizien spricht für dieses Urteil. So stellt sich die Geldversorgung auf mittlere Frist nicht unangemessen dar; im Verlauf der vergangenen drei Jahre ist die Geldmenge M3 durchschnittlich um 5 1/2% und damit annähernd potentialgerecht gewachsen.

*Überzeichnung  
des M3-Wachstums*

Zudem dürfte die M3-Entwicklung im abgelaufenen Jahr die ausgabenrelevante Liquiditätsausweitung der Wirtschaft überzeichnen. Das kräftige Geldmengenwachstum im Jahr 1996 war insbesondere auf das „Vermögensbildungsverhalten“ der inländischen Nicht-



banken zurückzuführen. Es wurde weitgehend von einem starken Anstieg der Sonder-sparformen getragen. Insoweit dürfte der statistisch ausgewiesene Anstieg der Geldmenge M3 zu einem nennenswerten Teil Mittel enthalten, die eher dem Geldkapital zuzurechnen sind und deshalb in der Zukunft nicht nachfragewirksam werden sollten. Diese Einschätzung wird durch die Entwicklung des Aggregates M3 erweitert unter-



stützt. Die breiter definierte Geldbestandsgröße, die über M3 hinaus die Anteile an Geldmarktfonds in Händen inländischer Nichtbanken sowie deren Geldbestände am Euromarkt umfaßt, ist 1996 deutlich langsamer als M3 gestiegen. Maßgeblich hierfür war ein kräftiger Abbau der Euroeinlagen im Jahresverlauf. Da diese Gelder im Ergebnis wohl überwiegend in inländische Geldkomponenten umgeschichtet wurden, ist es zu

einer gewissen Aufblähung der Geldmenge im Inland – aber nicht der gesamten Wirtschaftsliquidität – gekommen. Dies relativiert die Zielüberschreitung von M3 und spricht dafür, M3 erweitert bei der Beurteilung der Liquiditätslage ein höheres Gewicht beizumessen als in den beiden vorangegangenen Jahren, als diese Geldaggregate weniger als derzeit auseinanderliefen.

Aufgrund der geschilderten Analyse der Liquiditätslage und des geschätzten Standes der Geldmenge M3 Ende 1996 hat die Bundesbank den jahresdurchschnittlichen Zielwert in eine potentialgerechte Verlaufsrate für die Jahre 1997 und 1998 von jeweils ebenfalls etwa 5% umgesetzt. Diese Punktvorgabe, die ein langsames M3-Wachstum als im abgelaufenen Jahr signalisiert, bringt den stabilitätspolitischen Ehrgeiz der Bundesbank zum Ausdruck.

*Verlaufsrate  
etwa 5% für  
1997 und 1998*

Auf kürzere Sicht läßt eine solche Punktvorgabe allerdings offen, innerhalb welchen Bereichs die Zentralbank das Geldmengenwachstum als tolerabel empfindet. Um hier den Erwartungen ein größeres Maß an Führung zu geben, hat die Bundesbank die Zwei-jahresorientierung von 5% durch einen Zieltrichter von 3½% bis 6½% für 1997 ergänzt. Der recht symmetrische Korridor ist gegenüber 1996 leicht abgesenkt. Auch hierdurch wird demonstriert, daß die Bundesbank bestrebt ist, die monetäre Entwicklung nach der Zielüberschreitung 1996 in diesem Jahr auf dem Potentialpfad zu halten. Die Chancen dafür erscheinen aus heutiger Sicht nicht schlecht. Denn das starke Wachstum der Geldmenge M3 im vergangenen Jahr

*Formeller  
Zielkorridor von  
3½% bis  
6½% für 1997*

geht hauptsächlich auf den „Ausreißer“ im Februar/März 1996 zurück, als die Geldkapitalbildung unter dem Einfluß der volatilen Finanzmärkte sehr gering war. Im weiteren Jahresverlauf hat sich der Anstieg erkennbar verlangsamt; in den letzten sechs Monaten von Juni bis November ist die Geldmenge M3 mit einer Jahresrate von 5 1/2 % in etwa potentialgerecht gestiegen.

*Zielkorridor  
unverändert  
breit*

Die für das letztjährige Geldmengenziel vorgenommene Verbreiterung des Zielkorridors auf drei Prozentpunkte hat die Bundesbank für 1997 beibehalten. Dies erschien insbesondere angesichts der höheren Volatilität des kürzerfristigen Geldmengenwachstums ratsam. Sie läßt es weiterhin für angezeigt erscheinen, dafür eine gewisse Vorsorge in Form eines größeren „Sicherheitsbereichs“ zu treffen.

Im Ergebnis entspricht das Geldmengenziel für dieses Jahr weitgehend der bisherigen Praxis, so daß ein hohes Maß an Kontinuität in der geldmengenorientierten Politik bewahrt wird. Gleichzeitig wurde das traditionelle Verfahren in eine im Hinblick auf den näherrückenden Beginn der dritten Stufe der EWU notwendige Zweijahresorientierung eingebettet. Mit der Festsetzung des Zielkorridors für 1997 hat die Bundesbank die Ankündigung verbunden, Ende 1997 den Bereich des angestrebten M3-Wachstums für 1998 näher zu konkretisieren. Die Grundorientierung ist mit der Verlaufsrate von 5 % jedoch festgelegt. Das heißt eindeutig, daß die Bundesbank während der noch verbleibenden „Restlaufzeit“ der D-Mark auf Stabilitätskurs bleiben wird.

*Kontinuität  
bewahrt*