

Überprüfung der Geldmengen- orientierung 1997/98 und Konkretisierung des Geldmengenziels für 1998

Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank hat auf seiner Sitzung am 18. Dezember 1997 beschlossen, an der vor einem Jahr angekündigten Geldmengenorientierung 1997/98 festzuhalten. Danach soll die Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 mit einer Rate von jeweils etwa 5 % wachsen. Für das Jahr 1998 legte der Zentralbankrat zusätzlich einen Zielkorridor von 3 % bis 6 % fest.

Der Beschluß des Zentralbankrats zur Überprüfung der Geldmengenorientierung 1997 und 1998 und zur Konkretisierung des Geldmengenziels 1998 lautet:

„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, an der im Dezember 1996 beschlossenen Zweijahresorientierung festzuhalten, die eine Ausweitung der Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 mit einer Rate von jeweils etwa 5 % vorsieht. Die bei der Zielüberprüfung im Juli 1997 vom Zentralbankrat für notwendig gehaltene Abschwächung des Wachstums der Geldmenge ist inzwischen eingetreten. Um den Märkten eine Orientierungshilfe für die weitere, vertretbare Geldmengenausweitung zu geben, legt die Bundesbank für das Jahr 1998 – vom vierten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 1998 – zusätzlich einen Zielkorridor von 3 % bis 6 % fest.

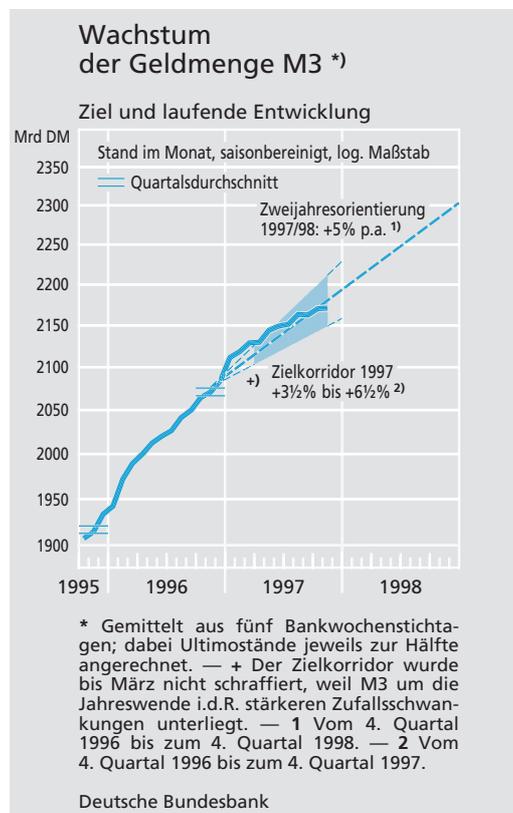
Mit der Konkretisierung ihres Geldmengenziels für das Jahr 1998 gibt die Bundesbank ein klares Stabilitätssignal. Der Zielkorridor ist etwas niedriger gesetzt als der diesjährige von 3 ½ % bis 6 ½ %. Die Bundesbank trägt damit der weiterhin eher reichlichen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft Rechnung. Sie macht ferner deutlich, daß sie im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion den Aufbau eines monetären Inflationspotentials verhindern will. Der gegenüber 1996 und 1997 unverändert breite Zielkorridor von drei Prozentpunkten ist Ausdruck der weiterhin recht hohen Volatilität in der kürzerfristigen Geldmengenentwicklung.

Die Bundesbank hält damit an ihrem Konzept der Geldmengensteuerung und an der Geldmenge M3 als zentraler Orientierungsgröße für die Geldpolitik auch unter den besonderen Rahmenbedingungen im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion fest. Sie ist sich gleichwohl bewußt, daß in der zweiten Jahreshälfte 1998 der Blickwinkel auf das dann bekannte Gebiet der Europäischen Währungsunion ausgeweitet werden muß.

Mit dem heutigen Beschluß schafft sie Voraussetzungen dafür, daß die Europäische Zentralbank im Prinzip nahtlos an die Geldmengenpolitik der Bundesbank anknüpfen kann.“

Überprüfung der Geldmengenorientierung 1997/98

Angesichts der besonderen Rahmenbedingungen im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion hat die Bundes-



bank den Zeithorizont der Geldmengenorientierung Ende 1996 auf zwei Jahre ausgeweitet. Danach soll die Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 um jeweils etwa 5 % wachsen. Für das Jahr 1997 legte sie zusätzlich einen Zielkorridor von 3 ½ % bis 6 ½ % fest. Diese Zielsetzung wird aller Voraussicht nach glatt erreicht werden. Der Einstieg in das Geldmengenziel 1997 war zwar schwierig. Vor allem infolge eines hohen statistischen Überhangs am Jahresultimo 1996 wuchs die Geldmenge M3 am Jahresanfang sehr kräftig. Vorzieheffekte der ab 1997 gültigen Änderungen in der steuerlichen Behandlung des Immobilienerwerbs insbesondere in Ostdeutschland hatten damals eine hohe Kreditaufnahme des privaten Sektors ausgelöst. Danach hat sich die monetäre Dynamik, wengleich unter Schwankungen von Monat

zu Monat, aber merklich abgeschwächt. Im Juni trat die Geldmenge M3 in den letztjährigen Zielkorridor von 3 ½ % bis 6 ½ % ein, den sie in den vorangegangenen Monaten durchweg überschritten hatte. Im Oktober übertraf sie ihren Durchschnittsstand vom vierten Quartal 1996 saisonbereinigt und auf das Jahr hochgerechnet noch um 5,1% und im November um 4,7%. Das Gesamtergebnis für das vierte Quartal 1997 dürfte ebenfalls in etwa in der Mitte des Zielkorridors liegen. Nach der Unterschreitung 1995 und dem Überschießen 1996 wird damit nicht nur das Geldmengenziel 1997, sondern voraussichtlich auch die potentialgerechte Verlaufsrate von etwa 5 % eingehalten.

*Gesamtwirtschaftliche
Eckwerte*

Die Bundesbank hatte im Dezember 1996 ferner angekündigt, Ende 1997 den Bereich des im Jahr 1998 vertretbaren Geldmengenwachstums näher zu konkretisieren und der Öffentlichkeit so eine Orientierungshilfe zu geben. Ausgangspunkt hierfür ist die Überprüfung der gesamtwirtschaftlichen Eckwerte, die der Geldmengenorientierung 1997/98 damals zugrunde gelegt wurden.

Dem potentialorientierten Ansatz entsprechend waren dies Annahmen für das reale Potentialwachstum, die mittelfristige Preisentwicklung und den Trend in der „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes. Im einzelnen ging die Bundesbank von einem Wachstum des gesamtdeutschen realen Produktionspotentials um jeweils gut 2 %, einer mittelfristigen Preisannahme von 1 ½ % bis 2 % und einem Zuschlag von einem Prozentpunkt für den rückläufigen Trend in der „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes aus. Aus der

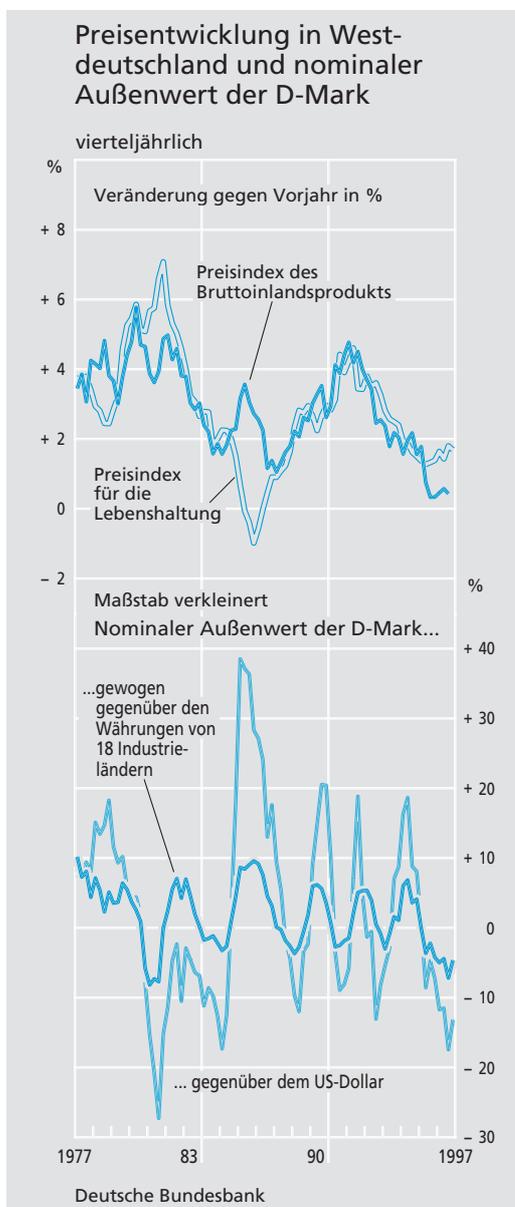
Summe dieser Eckwerte ergab sich Ende 1996 eine potentialgerechte Ausweitung der Geldmenge M3 im Durchschnitt und Verlauf der Jahre 1997 und 1998 um jeweils rund 5 %.

Aus heutiger Sicht ist das Wachstum des realen Produktionspotentials geringfügig niedriger zu veranschlagen; die aktualisierten Schätzungen für 1997 und 1998 gehen von einer Ausweitung um durchschnittlich 2 % aus. Die Korrektur ist insbesondere darauf zurückzuführen, daß im Rahmen der im September letzten Jahres vorgelegten Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen die Investitionen der jüngeren Vergangenheit etwas herabgesetzt wurden. Die Korrektur des Produktionspotentials bewegt sich freilich im Rahmen der Schätzunsicherheiten und sollte daher nicht überbewertet werden. Dies gilt um so mehr, als die üblichen Methoden der Potentialschätzung die durch den mittlerweile flexibleren Einsatz der Produktionsfaktoren erzielbaren Produktivitätsfortschritte möglicherweise nicht angemessen abbilden. Darüber hinaus dürfte die Zunahme des realen gesamtdeutschen Produktionspotentials in diesem Jahr wieder etwas größer sein als 1997. Ursächlich dafür ist die prognostizierte Belebung der Investitionstätigkeit im Unternehmensbereich vor dem Hintergrund positiver Export- und Produktionserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe bei gleichzeitig steigenden Unternehmensgewinnen und einem fortgesetzten Anstieg der Kapazitätsauslastung.

*Produktions-
potential*

Im Dezember 1996 hat der Zentralbankrat die mittelfristige Preisannahme von (seit 1985

*Mittelfristige
Preisannahme*



unverändert) 2 % auf 1½ % bis 2 % herabgesetzt. Ausschlaggebend für diesen Schritt war die Erwartung eines weiterhin maßvollen Preisauftriebs. Tatsächlich ist im abgelaufenen Jahr die Veränderung aller umfassenden Preisindizes für Gesamtdeutschland unter oder an der Obergrenze von 2 % geblieben. Der Preisindex für die Lebenshaltung erhöhte sich zwar im Sommer unter dem Einfluß von Importpreissteigerungen und der Anhebung

administrierter Preise vorübergehend um etwas mehr als 2 %, anschließend verlangsamte sich der Preisanstieg aber wieder. Im gesamten Jahr 1997 nahmen die Verbraucherpreise um 1,8 % zu.

Der Anstieg des BIP-Deflators war wesentlich geringer. In den ersten drei Quartalen 1997 betrug er lediglich gut ½ % im Vergleich zum Vorjahr. Dieser sehr niedrige Wert sowie die Diskrepanzen zum Lebenshaltungskostenindex spiegeln zum einen wider, daß sich die übrigen Komponenten der inländischen Verwendung weit weniger verteuert haben als der Private Verbrauch. Zum andern schlägt sich hier die unmittelbare, adverse Reaktion des BIP-Deflators auf den kräftigen Anstieg der Importpreise im Verlauf des Jahres 1997 nieder. Eine direkte Überwälzung der höheren Importpreise war aufgrund der verhaltenen Binnenkonjunktur und des wettbewerbsintensiven Exportgeschäfts offenbar nicht möglich. Für sich betrachtet wirkt dies dämpfend auf die Gewinnmargen der Unternehmen. Dadurch wird der Deflator nach unten „verzerrt“ und der Kostendruck, der auf der heimischen Produktion lastet, unterzeichnet. In diesem Jahr könnten der BIP-Deflator und der Preisindex für die Lebenshaltung erneut – wenngleich in geringerem Umfang – auseinanderlaufen. Langfristig bewegen sie sich jedoch mehr oder weniger im Gleichschritt. Für die Setzung der auf die mittlere Frist bezogenen Preisannahme sind temporäre Verzerrungen deshalb nicht relevant.

Die Lebenshaltung dürfte sich in diesem Jahr erneut maßvoll verteuern. Insbesondere die vermutlich nochmals leicht sinkenden Lohn-

*Mehrwert-
steuererhöhung*

stückkosten sowie der durch die starke Abwertung einiger asiatischer Währungen weiter gestiegene Wettbewerb bei den international handelbaren Gütern sollten den Preisanstieg weiterhin begrenzen. Gleichwohl liegen die Preisprognosen etwas über dem bisher Erreichten. Dies gilt vor allem nach der Entscheidung, den Regelsatz der Mehrwertsteuer zum 1. April dieses Jahres von 15 % auf 16 % anzuheben. Diese Maßnahme dürfte für sich betrachtet einen Anstieg des Verbraucherpreisniveaus (im Jahresdurchschnitt) von rund einem Drittel Prozentpunkt zur Folge haben. Die eher geringen rein rechnerischen Konsequenzen der Mehrwertsteuererhöhung für die Preisentwicklung sollten noch mit der in das Geldmengenziel eingerechneten mittelfristigen Preisannahme von 1½ % bis 2 % abgedeckt sein. Es gilt jedoch zu verhindern, daß der Preisanstoß der Mehrwertsteuererhöhung in einen multiplikativen Preissteigerungsprozeß mündet. Insofern ist die Erhöhung der Mehrwertsteuer kein Anlaß für die Bundesbank zur Anhebung der mittelfristigen Preisvorgabe, die eine Operationalisierung des Ziels der Preisniveaustabilität darstellt.

„Umlauf-
geschwindigkeit“

Der Zuschlag für den trendmäßigen Rückgang der „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes kann weiterhin mit jährlich einem Prozentpunkt angesetzt werden. Die aktualisierten Trendberechnungen, die die jüngste Revision der Potentialschätzung und die Entwicklung der Geldmenge M3 im Jahr 1997 einbeziehen, bestätigen diese Größenordnung.

Angesichts der im Vergleich zum Dezember 1996 nur wenig veränderten Eckwerte hat

die Bundesbank beschlossen, die Zweijahresorientierung von etwa 5 % pro anno beizubehalten. Die geringe Revision des Produktionspotentials, die sich – wie erwähnt – im Rahmen allgemeiner Schätzunsicherheiten bewegt, ist kein hinreichender Grund, diese herabzusetzen. Gleichwohl erscheint die 5 %-Marke aus heutiger Sicht eher großzügig bemessen.

Konkretisierung des Geldmengenziels 1998

Auch die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft, die die Bundesbank bei der Konkretisierung ihres Geldmengenziels ebenfalls berücksichtigt, ist weiterhin als eher reichlich zu bezeichnen. Die Geldmenge M3 ist im Jahresverlauf 1997 zwar zielkonform gewachsen. Im Jahresdurchschnitt hat sie aufgrund des kräftigen Anstiegs am Jahresanfang mit gut 6 % aber deutlich stärker als angestrebt zugenommen. An längerfristigen Maßstäben gemessen erscheint die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft ebenfalls nicht knapp. Die monetäre Lage deutet also auf einen expansiven Kurs der Geldpolitik hin. Die gängigen Finanzmarktindikatoren bestätigen diesen Eindruck. Die nominalen und die realen Geld- und Kapitalmarktzinsen liegen unterhalb ihrer langjährigen Durchschnittswerte. Ferner hat die Abschwächung des Außenwertes der D-Mark im vergangenen Jahr zu einer Auflockerung der monetären Rahmenbedingungen beigetragen.

Bei der Konkretisierung des Geldmengenziels 1998 hat der Zentralbankrat der als eher

*Beibehaltung
der Zweijahres-
orientierung
1997/98*

*Liquiditäts-
ausstattung
reichlich*

*Zielkorridor von
3 % bis 6 % für
1998*

großzügig einzuschätzenden Zweijahresorientierung von etwa 5 % sowie der reichlichen Liquiditätsausstattung Rechnung getragen und den Zielkorridor für das vertretbare Geldmengenwachstum im Vergleich zum Vorjahr um einen halben Prozentpunkt herabgesetzt. Danach soll die Geldmenge M3 vom vierten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 1998 um 3 % bis 6 % wachsen. Dies ist ein klares Stabilitätssignal. Der Zentralbankrat setzt damit die Linie vom Sommer vorigen Jahres fort, als er bei der Zielüberprüfung eine weitere Abschwächung der Geldmengenausweitung für angezeigt gehalten hatte. Diese ist inzwischen eingetreten. Die Geldmenge befindet sich derzeit auf einem moderaten Wachstumspfad. Die seit dem Geldmengenziel 1996 bestehende Korridorbreite von drei Prozentpunkten wird beibehalten. Damit trägt die Bundesbank der weiterhin recht hohen kurzfristigen Volatilität in der Geldmengenentwicklung Rechnung.

Geldmengenpolitik im Vorfeld der Währungsunion

*Strategie der
EZB*

Mit dem Geldmengenziel 1998 hat die Bundesbank zum vierundzwanzigsten Mal in ununterbrochener Reihenfolge – und voraussichtlich zum letzten Mal – ein jährliches Geldmengenziel festgelegt. Die Kontinuität der geldmengenorientierten Politik wurde ermöglicht, weil die langfristigen Beziehungen zwischen der Geldmengen- und der Preisentwicklung in Deutschland unverändert hinreichend stabil sind. Auch im größeren europäischen Währungsraum scheinen die empirischen Voraussetzungen für eine Geldmen-

genstrategie vorzuliegen. Das Geldmengenkonzept weist gegenüber alternativen Strategien einige Vorzüge auf, die es für eine in erster Linie auf die Erhaltung der Geldwertstabilität ausgerichtete Politik besonders geeignet erscheinen lassen.¹⁾ Die Bundesbank will die Geldmengensteuerung deshalb möglichst in die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) einbringen. Mit dem Geldmengenziel 1998 schafft sie Voraussetzungen dafür, daß die EZB im Prinzip nahtlos an die bewährte Geldmengenpolitik in Deutschland anknüpfen kann. Die Entscheidung über die geldpolitische Strategie in der Stufe drei wird der EZB-Rat in der zweiten Hälfte dieses Jahres treffen.

Das Geldmengenziel 1998 steht auch insofern unter besonderen Vorzeichen, als sich die Rahmenbedingungen der deutschen Geldpolitik im Vorfeld der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion verändern werden. Dies gilt insbesondere hinsichtlich der sogenannten Interimsphase, die mit der Auswahl der Teilnehmerländer Anfang Mai beginnt und die mit dem Start der Währungsunion Anfang 1999 endet. Es ist absehbar, daß sich die Zusammenarbeit zwischen den europäischen Notenbanken im Verlauf dieses Jahres zunächst im Rahmen des Europäischen Währungsinstituts und später im Rahmen der EZB vertiefen wird. Ein formales Arrangement ist hierfür aber nicht erforderlich. Die monetäre Verantwortung verbleibt in der Interimsphase noch bei den nationalen Notenbanken. Die deutsche Geldpolitik ist weiterhin an den Auftrag des Bundesbankgesetzes gebunden.

*Verstärkte
Zusammen-
arbeit*

¹ Vgl. dazu auch, Geldpolitische Strategien in den Ländern der EU, S. 33 ff. dieses Monatsberichts.

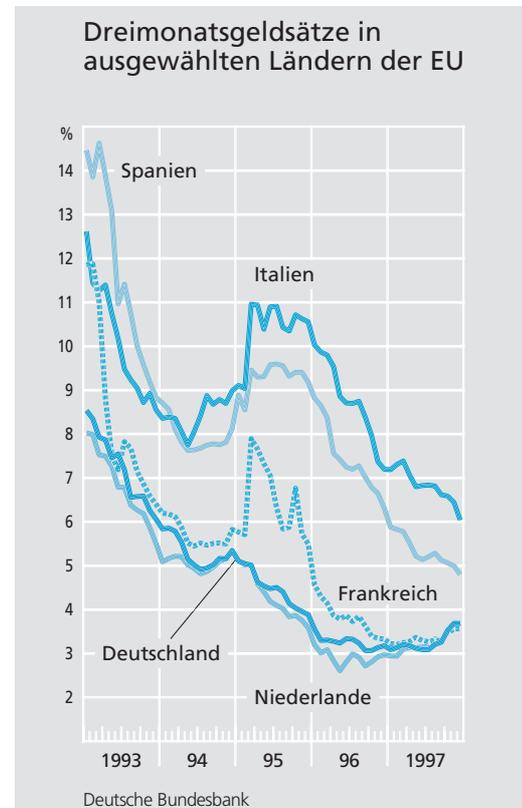
Mit dem Geldmengenziel 1998 bekräftigt die Bundesbank ihre Position, an ihrer Stabilitätsorientierung und an ihrer Strategie bis zum Beginn der Währungsunion festzuhalten. Die Fortsetzung der Stabilitätspolitik entspricht auch den Erfordernissen der währungspolitischen Kooperation mit den Partnerzentralbanken. Diese Kooperation muß darauf gerichtet sein, den Aufbau eines Inflationspotentials im Vorfeld der Währungsunion zu vermeiden, um der EZB den Start zu erleichtern. Ein homogenes und einheitlich auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtetes Vorgehen der Notenbanken dürfte ferner geeignet sein, das Vertrauen in die künftige gemeinsame Geldpolitik zu stärken und Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten vorzubeugen.

*Europäische
Gesichtspunkte
wichtiger*

Die Bundesbank ist sich bewußt, daß in der zweiten Jahreshälfte 1998 der Blickwinkel auf das dann bekannte Gebiet der Europäischen Währungsunion ausgeweitet werden muß. Europäische Gesichtspunkte werden verstärkt in die Analyse einzubeziehen sein. Doch richtet die Bundesbank ihr Handeln seit jeher nicht mechanistisch am Geldmengenwachstum aus, sondern überprüft die von der Geldmenge ausgehenden Signale im Zusammenhang einer breit angelegten Analyse aller für die Inflationsentwicklung relevanten Daten. Dazu zählen auch alle geldpolitisch wichtigen Informationen aus dem europäischen Umfeld.

Zinskonvergenz

Im Einklang mit der erhöhten gegenseitigen Abhängigkeit in Europa wird es in diesem



Jahr zu einer stärkeren Konvergenz der Notenbankzinsen kommen, soweit diese – wie im „harten Kern“ – nicht bereits längst erfolgt ist. Diese Annäherung muß gleichwohl nicht schon vor oder am Anfang der Interimsphase erfolgen. Vielmehr können in dieser Zeit noch begrenzte Wechselkursbewegungen und Zinsunterschiede auftreten. An das gemeinsame Zinsniveau müssen sich die Notenbanken herantasten. Die angemessene Höhe der Notenbankzinsen wird entscheidend von der gesamtwirtschaftlichen Lage im künftigen Währungsgebiet abhängen. Vorausgesetzt, die Märkte gehen von einer hohen Stabilität des Euro aus, wird sich das Zinsniveau wohl eher an den „Hard-Core-Ländern“ orientieren.

