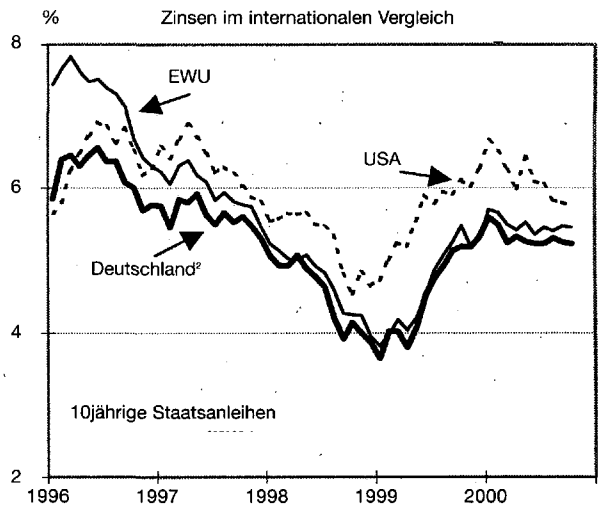
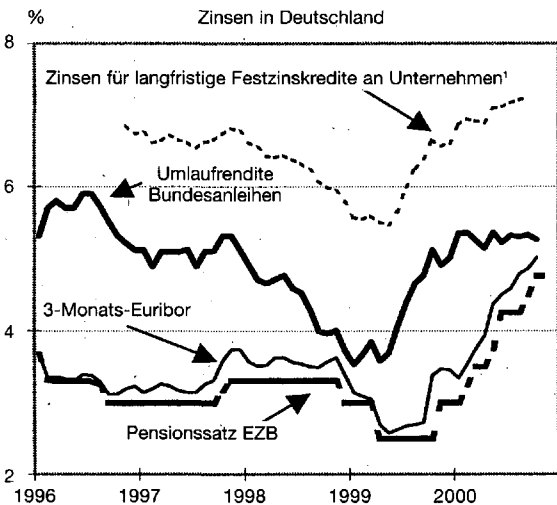


Konjunkturschlaglicht: Moderate Zinsentwicklung

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat seit November letzten Jahres die geldpolitischen Zügel spürbar angezogen und die Leitzinsen in sieben Schritten um 2¼ Prozentpunkte angehoben. Der Hauptrefinanzierungssatz der Banken beträgt seit dem jüngsten Zinsschritt im Oktober 4,7% und der für Dreimonatsgeld im Euro-Raum etwa 5%. Gleichwohl sind die kurzfristigen Zinsen im Euro-Raum, auch unter Berücksichtigung der Teuerungsrate, im langfristigen Vergleich noch relativ niedrig. Dies gilt auch, wenn man als Maßstab den auf der Grundlage eines Gleichgewichts-Realzinssatzes und bestehender Inflations- und Produktionslücken berechneten Taylor-

anstieg in diesem Jahr deutlich verstärkt. Im September lag die Inflationsrate im Euro-Raum bei 2,8%; sie war damit deutlich höher als nach Maßgabe der EZB mittelfristig mit Preisniveaustabilität vereinbar. Da der Lohnanstieg im Euro-Raum trotz beträchtlicher außenwirtschaftlicher Teuerungsimpulse aber moderat blieb, scheint die Gefahr einer dauerhaften Verfestigung des Preisauftriebs gering. Zudem wird die Konjunktur im Euro-Raum im kommenden Jahr – auch als Folge der geldpolitischen Maßnahmen der EZB – spürbar an Schwung verlieren². Deshalb dürfte sich der Preisauftrieb mit dem Abebben der außenwirtschaftlich bedingten Teuerungsimpulse wieder be-

Indikatoren zur Zinsentwicklung



¹ Zinsen für Kredite mit Laufzeiten über 5 Jahre, erst seit 1997 verfügbar.

² 9 bis 10 Jahre Restlaufzeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB, Federal Reserve System.

Zins heranzieht, der noch reichlich einen Viertel Prozentpunkt darüber liegt. Im Gefolge der Zinsanhebungen hat sich die Expansion der Geldmenge M3¹ deutlich verlangsamt. Im Durchschnitt der Monate Juli bis September lag ihr Anstieg mit 5,4% allerdings noch deutlich über der Zielgröße der EZB von 4,5%. Die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft ist somit auch unter Berücksichtigung des ölpreisbedingten Teuerungsschubs immer noch reichlich. Entsprechend ist der Kurs der Geldpolitik gegenwärtig allenfalls leicht restriktiv.

Die Straffung der geldpolitischen Zügel war schon wegen des kräftigen Konjunkturaufschwungs im Euro-Raum und der damit einhergehenden Inflationsrisiken angemessen. Auch bestand die Gefahr, dass der drastische Anstieg der Ölpreise Zweitrundeeffekte nach sich ziehen könnte. Als Folge der außenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse hat sich der Preis-

ruhigen und die Inflationsrate im Jahresverlauf unter 2% sinken. Insofern besteht aus heutiger Sicht kein Anlass für weitere Zinsanhebungen durch die EZB.

Im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinsen sind die langfristigen, gemessen an der Rendite für Staatsanleihen, seit Jahresbeginn sogar leicht gesunken. Ihr

¹ M3 = Bargeld sowie Einlagen bis zu 2 Jahren Laufzeit oder 3 Monaten Kündigungsfrist, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und -papiere sowie Schuldverschreibungen bis zu 2 Jahren bei monetären Finanzinstituten.

² Vgl. Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2000, Beurteilung der Wirtschaftslage durch folgende Mitglieder der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V., Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA); ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München; Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel; Institut für Wirtschaftsforschung Halle; Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen.

Niveau liegt derzeit deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt und nur noch wenig über dem Drei-monats-Zinssatz (vgl. Schaubild). Auch bei den seit Anfang des Jahres leicht angestiegenen langfristigen Zinsen für Unternehmenskredite hat sich die Differenz zu den Geldmarktzinsen deutlich verringert.

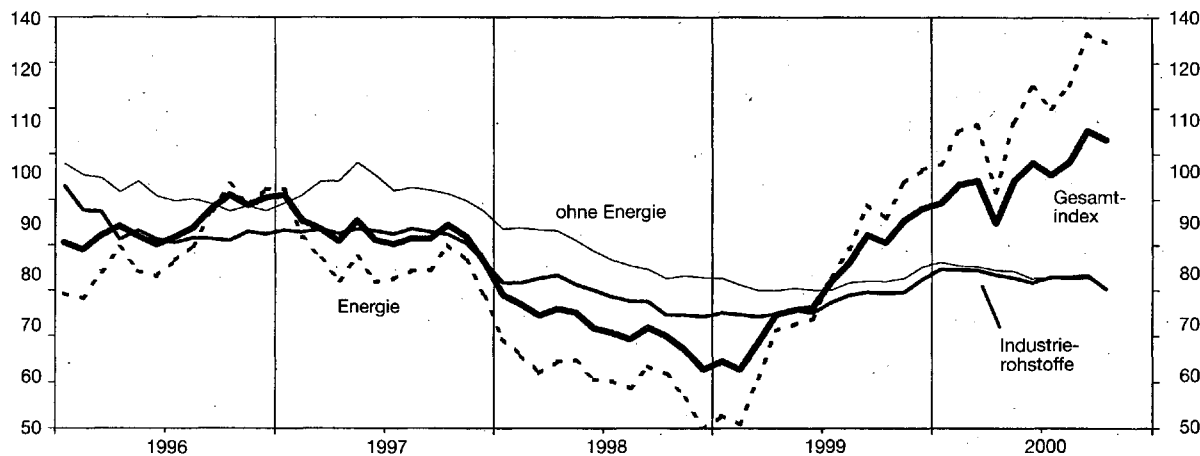
Die Stabilität der langfristigen Zinsen ist sicherlich auch ein Erfolg der Geldpolitik der EZB; durch die Anhebung der Leitzinsen hat sie dazu beigetragen, das Aufkommen von Inflationserwartungen und damit höhere Inflationsprämien in den Zinsen zu verhindern. Es gibt aber auch noch andere Gründe: So nimmt die öffentliche Hand als Folge der Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nicht nur in Deutschland, sondern auch in den anderen europäischen Ländern den Kapitalmarkt weniger stark in Anspruch als noch vor einigen Jahren; die Defizite in den öffentlichen Haushalten sind im Euro-Raum in den letzten beiden Jahren deutlich zurückgegangen, eine Reihe von Ländern weist bereits Haushaltsüberschüsse auf. Das könnte auch erklären, warum

die Umlaufrendite von Staatsanleihen in Deutschland weitgehend stabil blieb, während die Zinsen für Kredite an Unternehmen – wenn auch nur leicht – stiegen.

Mit der Globalisierung und Vernetzung der Kapitalmärkte wird die Entwicklung der langfristigen Zinsen in Europa in erheblichem Maße auch von der Zinsentwicklung in den USA bestimmt (vgl. Schaubild). Dort sind die langfristigen Zinsen für Staatstitel im Laufe dieses Jahres ebenfalls im Zusammenhang mit deutlich angehobenen Leitzinsen spürbar gesunken. Eine nicht unbeträchtliche Rolle spielt in diesem Zusammenhang außerdem die mit wachsenden Haushaltsüberschüssen forcierte Schuldentilgung des Staates. Gelingt die „sanfte Landung“ der Konjunktur in den USA, sind dort weiterhin keine nennenswerten Änderungen der Zinstendenzen zu erwarten. Damit wäre eine weitere wichtige Bedingung gegeben, dass auch in Europa die langfristigen Zinsen stabil bleiben.

Dr. Ulrike Dennig, Tel.: 040/42834 – 330
dennig@hwwa.de

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



1990 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen ^a	1999	April 00	Mai 00	Juni 00	Juli 00	Aug. 00	Sep. 00	Okt. 00
Gesamtindex	80,5 (11,8)	94,9 (27,2)	104,3 (38,0)	108,1 (41,9)	105,4 (28,9)	108,3 (25,8)	115,2 (24,8)	113,2 (25,1)
Gesamtindex, ohne Energie	81,5 (-7,7)	84,4 (5,6)	84,2 (4,6)	82,6 (3,2)	82,9 (3,7)	82,4 (0,9)	82,7 (0,8)	80,6 (-1,7)
Nahrungs- und Genußmittel	94,2 (-18,7)	87,6 (-8,1)	88,6 (-7,0)	85,1 (-10,0)	83,0 (-5,6)	80,7 (-10,2)	81,2 (-9,1)	81,3 (-9,3)
Industrierohstoffe	77,2 (-2,2)	83,4 (11,5)	82,7 (9,6)	81,7 (8,8)	82,9 (7,3)	83,0 (5,2)	83,2 (4,6)	80,3 (1,2)
Agrarische Rohstoffe	78,6 (-0,9)	83,8 (8,7)	81,5 (5,1)	80,4 (3,3)	81,7 (4,4)	82,3 (2,9)	80,6 (1,8)	78,4 (-0,8)
NE-Metalle	71,9 (1,0)	80,1 (19,2)	82,3 (19,2)	80,9 (20,0)	82,7 (12,6)	82,5 (9,5)	86,8 (9,5)	81,3 (3,6)
Energierohstoffe	79,9 (30,1)	101,7 (43,1)	117,4 (62,1)	124,8 (69,4)	120,1 (44,8)	125,2 (40,8)	136,4 (37,8)	134,5 (40,0)

^a 1990 = 100, auf US-Dollar-Basis, Periodendurchschnitte; in Klammern: prozentuale Änderung gegenüber Vorjahr.

Für Nachfragen: Tel. (0 40) 4283 4358/320