

# Konjunktur-Schlaglicht: Zinssenkung möglich

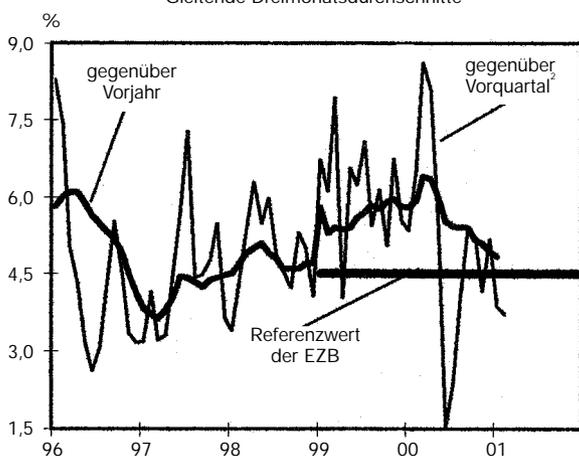
Die Europäische Zentralbank (EZB) befindet sich zur Zeit in einer schwierigen Lage. Einerseits steht sie angesichts einer deutlichen Abkühlung der Weltkonjunktur unter erheblichem Druck von Märkten und Kritikern innerhalb und außerhalb des Euroraumes, die Leitzinsen zu senken. Andererseits ist das Preisniveau im letzten Jahr im Durchschnitt mit 2,3% stärker als erwartet und auch stärker als mittelfristig mit dem Stabilitätsziel der EZB vereinbar gestiegen. Nach der Jahreswende hat sich der Preisauftrieb sogar noch beschleunigt; im Januar und Februar betragen die Inflationsraten für das Europäische Währungsgebiet

onspotentials. Die Geldmenge M3, an der sich die EZB bei geldpolitischen Maßnahmen orientiert, kann allerdings nicht direkt beeinflusst werden. Nur die monetäre Basis kann über Umfang und Kosten der Refinanzierung von Banken direkt gesteuert werden. Die zur Verfügung gestellte Liquidität bildet dann die Grundlage für eine im Zuge der Kreditvergabe und Geschäftstätigkeit in gewissem Umfang variable Geldschöpfung der Banken. In der Entwicklung von M3 kommt also bereits die Reaktion der Wirtschaft auf monetäre sowie konjunkturelle Rahmenbedingungen zum Ausdruck.

## Geldmengenentwicklung in der EWU

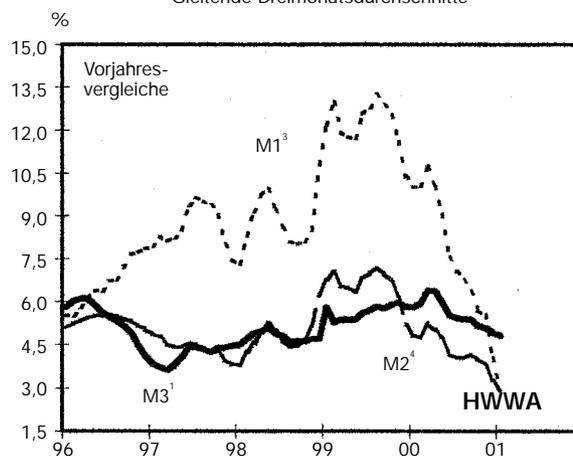
**Wachstum der Geldmenge M3<sup>1</sup>**

Gleitende Dreimonatsdurchschnitte



**Komponenten**

Gleitende Dreimonatsdurchschnitte



<sup>1</sup> M3: Bargeld, Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie Repo-Geschäfte, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere, Wertpapiere bis zu zwei Jahren. <sup>2</sup> Saisonbereinigte Werte, aufs Jahr hochgerechnet in %. <sup>3</sup> M1: Bargeld und Sichteinlagen. <sup>4</sup> M2: M1 zuzüglich Termin- und Spareinlagen.

Quelle: EZB, eigene Berechnungen.

(EWU) 2,4% und 2,6%. Allerdings kommen die Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrem jetzt vorgelegten Frühjahrsgutachten zu dem Schluss, dass die Inflationsgefahren im Zuge der nachlassenden konjunkturellen Expansion und abklingender außenwirtschaftlicher Teuerungsimpulse abnehmen werden.

Prognosen der Preisentwicklung auf der Grundlage binnen- und außenwirtschaftlicher Einflüsse bilden jedoch nur eine Orientierungsmöglichkeit für geldpolitische Entscheidungen. Im Rahmen ihres Zwei-Säulen-Konzeptes mit den Indikatoren Geldmengenentwicklung und Preisentwicklung versucht die EZB ferner, die Geldmenge als Zwischenziel so zu steuern, dass genügend Spielraum bleibt für einen Produktionsanstieg unter voller Ausschöpfung des Produkti-

Das Wachstum der Geldmenge M3 hat sich im Euroraum seit dem Frühjahr letzten Jahres deutlich verlangsamt. Zum Teil ist das wohl Reflex der ruhigeren Gangart der Konjunktur im Euroraum. Es ist aber auch Reaktion auf die Straffung der Geldpolitik. Die EZB hatte seit November 1999 bei kräftigem Wirtschaftswachstum und steigenden Inflationsrisiken aufgrund des Ölpreisschocks und der Abwertung des Euro die Hauptrefinanzierungssätze für Banken in sieben Schritten um 2,25 Prozentpunkte auf 4,75% angehoben und diesen Satz seit Oktober konstant gelassen. Das Wachstum der Geldmenge ist seither kontinuierlich zurückgegangen. Im Januar und Februar lagen die Raten nur noch jeweils bei 4,7% und im letzten Dreimonatsdurchschnitt bei 4,8%.

Das Wachstum der Geldmenge M3 bewegt sich somit gegenwärtig in der Nähe des von der EZB festgelegten Referenzwertes von 4,5%. Nimmt man nur die Veränderungen zum Vorquartal und rechnet diese in Jahresraten um, so liegen die letzten Wachstumsraten sogar schon unter dem Referenzwert. Dies ist insbesondere auf die schwächere Entwicklung der unverzinslichen Einlagen der Größe M1 und der kurzfristigen Spar- und Termineinlagen der Größe M2 zurückzuführen. Das Volumen aus Geldmarktfondsanteilen, Geldmarktpapieren und Repo-Geschäften ist im Betrachtungszeitraum weiterhin kräftig, um durchschnittlich über 13%, gewachsen. Die bei dem höheren Zinsniveau gestiegenen Opportunitätskosten der Geldhaltung trugen dazu bei. Anlässlich des Kursverfalls an den Aktienmärkten schichteten Anleger zu-

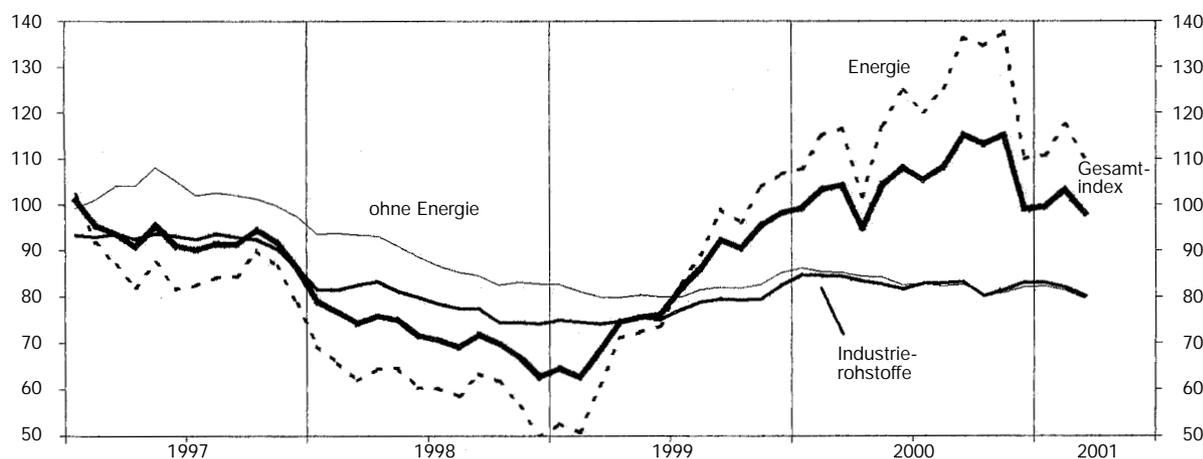
dem offenbar einen Teil ihres Vermögens in kurzfristige Wertpapiere um. Ohne diese Verlagerung wäre das Geldmengenwachstum noch schwächer gewesen.

Letztlich sprechen beide Säulen der geldpolitischen Strategie für eine gewisse Senkung der Leitzinsen. Die Institute halten in ihrem Gutachten eine Rücknahme um 0,5 Prozentpunkte noch in diesem Jahr für gerechtfertigt. Unterbleibt diese, könnte die Geldmenge M3 schon bald schwächer zunehmen als gemäß dem – nach Einschätzung der Institute etwas zu niedrig angesetzten – Referenzwert der EZB<sup>1</sup> angemessen erscheint. Dabei ist zu beachten, dass geldpolitische Maßnahmen aufgrund langer Transmissionswege erst mit Verzögerungen von etwa einem Jahr wirksam werden. Über eine Stabilisierung der Erwartungen sind allerdings auch schon kurzfristig positive Effekte wahrscheinlich.

<sup>1</sup> Die Institute halten statt der 4,5% der EZB einen Referenzwert von 5% für adäquat. Vgl. Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1999, Essen, am 22. Oktober 1999, unter „Geldpolitik“.

Dr. Ulrike Dennig, Tel. 040/42 834 – 330  
Dennig@hwwa.de

### HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



1990 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen <sup>a</sup>	2000	Sep. 00	Okt. 00	Nov. 00	Dez. 00	Jan. 01	Feb. 01	Mrz. 01
Gesamtindex	105,9 (31,5)	115,2 (24,8)	113,2 (25,1)	115,2 (20,7)	99,1 (0,9)	99,6 (0,3)	103,1 (-0,2)	98,1 (-5,8)
Gesamtindex, ohne Energie	83,3 (2,3)	82,7 (0,8)	80,6 (-1,7)	81,0 (-2,0)	82,1 (-3,6)	82,4 (-4,4)	81,4 (-4,6)	79,7 (-6,5)
Nahrungs- und Genußmittel	84,3 (-10,5)	81,2 (-9,1)	81,3 (-9,3)	79,4 (-13,5)	79,2 (-15,1)	80,2 (-11,4)	79,5 (-9,2)	78,1 (-10,8)
Industrierohstoffe	83,0 (7,5)	83,2 (4,6)	80,3 (1,2)	81,6 (2,5)	83,1 (0,8)	83,1 (-1,8)	82,1 (-3,0)	80,2 (-5,0)
Agrarische Rohstoffe	81,9 (4,2)	80,6 (1,8)	78,4 (-0,8)	81,9 (3,8)	83,0 (1,2)	82,8 (-0,7)	81,8 (-1,4)	80,3 (-3,7)
NE-Metalle	83,0 (15,5)	86,8 (9,5)	81,3 (3,6)	79,0 (-0,6)	82,1 (-0,5)	82,1 (-5,5)	81,0 (-6,8)	77,6 (-8,3)
Energierohstoffe	120,6 (50,9)	136,4 (37,8)	134,5 (40,0)	137,5 (32,4)	110,1 (3,2)	110,8 (2,8)	117,3 (2,0)	110,1 (-5,5)

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

Für Nachfragen: Tel. (040) 42834358/320