

Nach nur drei Monaten hat die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang dieses Monats die geldpolitischen Zügel erneut angezogen und die Leitzinsen um einen weiteren viertel Prozentpunkt angehoben. Der maßgebliche Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt nunmehr 3,25%; in Deutschland ist damit der kurzfristige Zins wieder etwa so hoch wie Ende 1998, vor Beginn der Währungsunion. Begründet hat die EZB ihren – eigentlich erst für später erwarteten – Schritt mit anhaltenden Risiken für die Preisstabilität. So bewege sich die Geldmengenerweiterung hartnäckig oberhalb des vorgegebenen Referenzwertes von 4½%. Überdies seien die Kosten- und Preissteigerungen stärker und hielten länger an als zunächst erwartet, so daß die Gefahr von „Zweitrundeneffekten“ wachse.

Die Begründung ist zwar nachvollziehbar, gleichwohl bleiben Zweifel an den Motiven der EZB. So war die kräftige Geldmengenerweiterung, die jetzt ins Feld geführt wird, noch vor kurzem mit dem Hinweis auf erhebliche Basiseffekte relativiert worden. Auch bedeutet der unerwartet starke Preisanstieg in den letzten Monaten nicht unbedingt schon eine Verschlechterung der Preisperspektiven auf mittlere Sicht, zumal er in erster Linie Folge höherer Rohstoffpreise und der Euro-Schwäche ist. Die meisten Preisprognosen gehen immer noch davon aus, daß sich das Preisklima in der EWU mit dem Abklingen der außenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse und auslastungsbedingt höheren Produktivitätssteigerungen in der zweiten Jahreshälfte wieder beruhigt.

Der Zinsschritt der EZB war denn auch wohl nicht zuletzt eine Reaktion auf die anhaltende Talfahrt des Euro. Dafür spricht zumindest seine zeitliche Nähe zum Abgleiten des Euro-Kurses unter einen Dollar und zur Zinserhöhung in den USA. Das macht die Leitzinsanhebung allerdings problematisch. Denn sie



Eckhardt Wohlers

## Geldpolitik im Zeichen der Euro-Schwäche

bringt die EZB in den Ruch, entgegen ihren eigenen Beteuerungen doch eine Wechselkurspolitik zu betreiben. Auch könnte der Anschein entstehen, daß sich die EZB bei ihren geldpolitischen Entscheidungen allzu sehr von den Erwartungen an den Finanzmärkten beeinflussen läßt, die auf eine Zinserhöhung spekuliert hatten.

Bei der Anhebung der Leitzinsen stand nicht zuletzt die Befürchtung Pate, daß die außenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse – die für sich genommen im Prinzip noch keinen geldpolitischen Handlungsbedarf begründen – bei anziehender Konjunktur in der EWU zum Anlaß für stärkere Lohn- oder Gewinnsteigerungen genommen werden könnten und daß solche „Zweitrundeneffekte“ zu einer Gefährdung des Stabilitätsziels führen könnten. Genährt wurde diese Befürchtung wohl auch durch die unerwartet hohen Lohnforderungen, mit denen in Deutschland die diesjährige Lohnrunde eingeläutet wurde. Darüber hinaus wächst bei der EZB offenbar die Sorge, daß durch den schwachen Außenwert des Euro auch dessen Akzeptanz innerhalb der Währungsunion leiden könnte.

Unter währungspolitischen Aspekten war der Zinsschritt bisher aller-

dings nicht sehr erfolgreich. Mit dem Wachstums- und Zinsgefälle sowie unterschiedlichen Inflationsraten zwischen den USA und der EWU ist die anhaltende Euro-Schwäche nicht hinreichend zu erklären; offenbar wird von den Märkten die wirtschaftliche Performance in den USA derzeit auch auf längere Sicht als günstiger eingeschätzt als in Europa. Es scheint aber auch eine gewisse Portion Irrationalität mit im Spiel. So wird zur Begründung des festen Dollar immer wieder die robuste Konjunktur in den USA ins Feld geführt, die deutliche Verbesserung der Konjunktur im Euro-Raum dagegen nur zögernd zur Kenntnis genommen. Gleichzeitig wird von allen Seiten betont, daß der Euro aufgrund der Entwicklung der Fundamentalfaktoren auf mittlere Sicht ein Aufwertungspotential aufweise, das in den Erwartungen aber offenbar bisher kaum Eingang gefunden hat. Vor diesem Hintergrund ist derzeit kaum abzuschätzen, wann es zu einer Erholung des Euro kommt.

Mit den jüngsten Zinsanhebungen ist die EZB auf einen annähernd neutralen Kurs in der Geldpolitik eingeschwenkt. Eine gravierende Beeinträchtigung des Aufschwungs in Europa ist davon nicht zu erwarten. Bei der Beurteilung der konjunkturellen Wirkungen ist auch zu berücksichtigen, daß der langfristige Zins in den vergangenen Monaten weitaus stärker gestiegen ist als der kurzfristige. So ist in Deutschland die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere heute um fast zwei Prozentpunkte höher als Anfang vergangenen Jahres. Immerhin scheint die Anhebung der Leitzinsen zu einer gewissen Beruhigung am Kapitalmarkt geführt und den Höhenflug der langfristigen Zinsen zunächst einmal gebremst zu haben. Sollte die Leitzinserhöhung zu einer Dämpfung der Inflationserwartungen an den Finanzmärkten beigetragen haben, wäre sie zumindest insoweit erfolgreich gewesen.