

Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 1996/1997

Überblick

Wirtschaftslage

Die Belebung der deutschen Wirtschaft hat sich gegen Ende 1996 nicht fortgesetzt. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten und dritten Quartal 1996 kräftig gewachsen war, hat es im letzten Vierteljahr – saison- und kalenderbereinigt betrachtet – lediglich das erreichte höhere Niveau gehalten. Es ging damit um knapp 2% über das vergleichbare Vorjahrsergebnis hinaus. Die Beruhigung der wirtschaftlichen Aktivität ist allerdings wohl nicht mit einer Tendenzwende gleichzusetzen. Auch in früheren konjunkturellen Aufschwungphasen kam es immer wieder zu Wachstumspausen. Wichtige Bedingungen für eine anhaltende Erholung, wie insbesondere die Preis- und Wechselkursentwicklung, sind so günstig wie seit langem nicht mehr. Trotz einer Reihe eher pessimistischer Äußerungen aus einigen Branchen und Unternehmen hat sich nach den Erhebungen des ifo Instituts die Stimmungslage in der Wirtschaft insgesamt gegenüber den Sommermonaten deutlich verbessert; die weiteren Geschäftserwartungen sind durchaus positiv. Gleichwohl ist nicht zu übersehen, daß dem wirtschaftlichen Aufschwung bislang eine sich selbst verstärkende Dynamik fehlt. Eine deutliche Milderung der drängenden Probleme auf dem Arbeitsmarkt ist damit noch nicht absehbar.

*Wirtschafts-
wachstum*

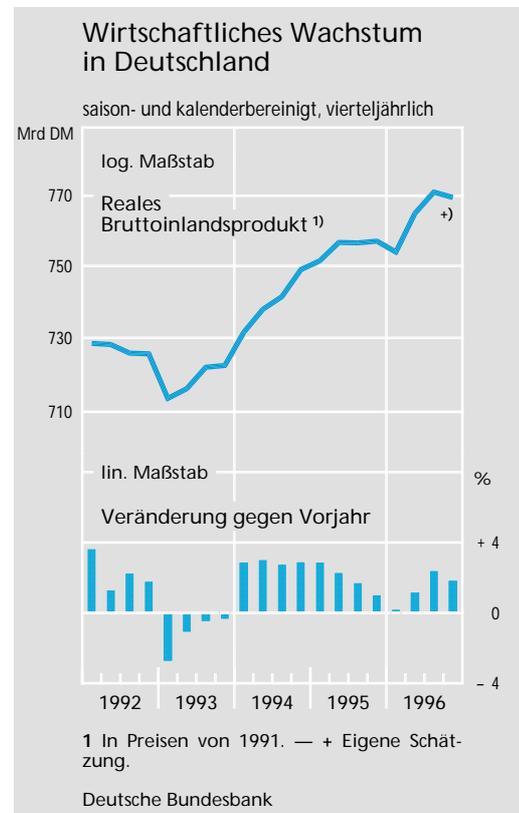
Seit dem Sommer 1996 hat die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt von Monat zu Monat teilweise sprunghaft zugenommen. Im Januar erreichte sie mit 4,3 Millionen einen neuen Höhepunkt, wobei freilich auch Sonderfaktoren wie das besonders kalte Win-

Arbeitsmarkt

terwetter und die Neigung zahlreicher Bauunternehmen, nach Auslaufen der Schlechtwettergeldregelungen einen Teil der Mitarbeiter witterungsbedingt vorübergehend zu entlassen, eine Rolle spielten. Ostdeutschland war von der Zunahme der Arbeitslosigkeit vor allem wegen der relativ großen Bedeutung der Bauwirtschaft in besonderer Weise betroffen. Die Arbeitslosenquote stieg dort von September 1996 bis Januar 1997 saisonbereinigt um zwei Prozentpunkte auf 17,3%. In Westdeutschland erhöhte sie sich gleichzeitig um einen halben Prozentpunkt auf 9,8% (jeweils gemessen an den Erwerbspersonen). Korrespondierend dazu ist die Beschäftigung beträchtlich zurückgegangen. Im Verlauf des Jahres 1996 haben etwa 500 000 Personen ihren Arbeitsplatz in der deutschen Wirtschaft verloren.

*Ursachen der
Arbeitslosigkeit*

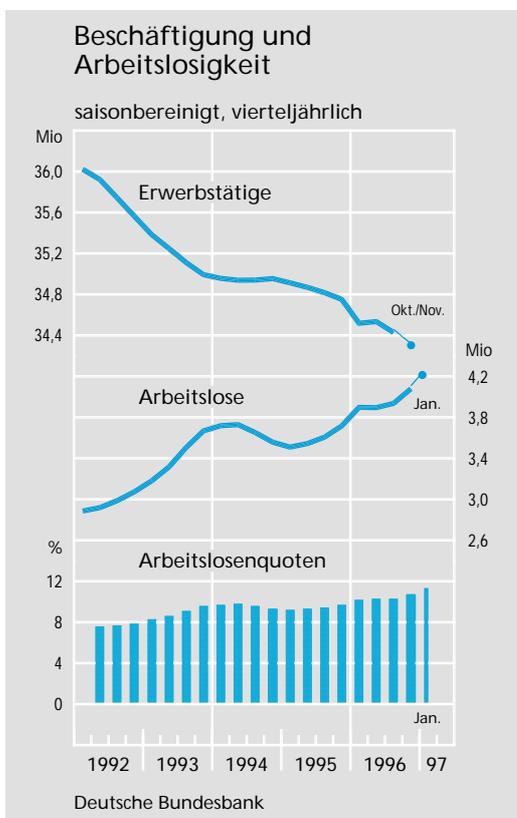
Um die Jahreswende 1996/1997 hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verschlechtert. Auch die überwiegend erwartete Wiederaufnahme des Wirtschaftswachstums wird hier kurzfristig noch keine durchgreifende Verbesserung bringen. In zahlreichen Veröffentlichungen wichtiger internationaler Organisationen, der deutschen Forschungsinstitute, der Bundesregierung und auch der Bundesbank wurde immer wieder auf die tief verwurzelten Ursachen der Arbeitslosigkeit hingewiesen wie das hohe Lohnniveau, die unzureichende Lohndifferenzierung, die Belastung der Unternehmen mit Lohnzusatzkosten, Steuern und sonstigen Abgaben, im sozialen Netz liegende spezifische Leistungshemmnisse, die bürokratische Regelungs-dichte sowie die mangelnde Flexibilität bei notwendigen Anpassungen an Marktverän-



derungen oder bei technologischen Neuerungen. Die hohe Arbeitslosigkeit ist nicht monokausal zu erklären, sondern beruht auf einer ganzen Fülle von im einzelnen sehr unterschiedlichen Faktoren. Dabei hat die Globalisierung der Wirtschaft und die damit verbundene Intensivierung des Wettbewerbs die Probleme keineswegs erzeugt, sondern lediglich verstärkt und die Ursachen offengelegt.

Positiv ist allerdings, daß mittlerweile ein Anpassungsprozeß in Gang zu kommen scheint, der helfen könnte, die strukturellen Hemmnisse abzubauen und den Wirtschaftsstandort Deutschland zu stärken. Die jüngsten Lohnvereinbarungen waren durchweg moderat; zudem können Arbeitskräfte nun vielfach flexibler eingesetzt werden. Zahlreiche Einzelmaßnahmen aus dem im Frühjahr 1996 vor-

Maßnahmen zur Verbesserung der Arbeitsmarktlage



gelegten Regierungsprogramm für mehr Wachstum und Beschäftigung wurden schon in Kraft gesetzt. Darüber hinaus sind umfangreiche Reformen im Steuerrecht und bei den Sozialversicherungen geplant, die zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen führen sollen. Hier rasch Sicherheit zu schaffen, könnte erheblich dazu beitragen, die Investitionsneigung der Unternehmen zu erhöhen und damit neue Arbeitsplätze einzurichten. Sicherlich benötigen diese Anpassungen eine gewisse Zeit, bevor sie sich auf dem Arbeitsmarkt niederschlagen können. Wahrscheinlich reichen die bislang ergriffenen und in Aussicht genommenen Maßnahmen auch nicht aus, alle Strukturprobleme endgültig zu bereinigen. Die Weichen sind jedoch in die richtige Richtung gestellt.

Ein Lichtblick in dem zuletzt etwas eingetrübten Bild der Wirtschaftslage ist nach wie vor die Auslandsnachfrage. Zwar haben die Aufträge des Verarbeitenden Gewerbes aus dem Ausland im vierten Quartal saisonbereinigt das hohe Niveau des vorangegangenen Vierteljahres nicht ganz gehalten, sie gingen aber um etwa 10% über das vergleichbare Vorjahrsergebnis hinaus. Die vom ifo Institut erfragten Exporterwartungen haben sich bis zuletzt verbessert. Offensichtlich nimmt die deutsche Exportwirtschaft an dem anhaltenden Wachstum ihrer Auslandsmärkte teil. In den meisten wichtigen Partnerländern ist die Wirtschaftsaktivität weiter deutlich aufwärtsgerichtet, wobei deren Nachfrage nach Importprodukten wie üblich weit überproportional steigt. Das gute Auslandsgeschäft der deutschen Industrie wird darüber hinaus auch von der Wechselkursentwicklung gestützt. Die kräftige DM-Aufwertung von Anfang 1995 ist inzwischen mehr als korrigiert. Der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den 18 wichtigsten Währungen war bei Abschluß dieses Berichts etwa so hoch wie im Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre. Das Wechselkursgefüge dürfte nun weitaus besser mit den ökonomischen Fundamentalfaktoren übereinstimmen als vorher.

Auslandsnachfrage

Der Private Verbrauch hat sich zum Jahresende hin spürbar abgeschwächt. Nachdem er sich in den vorangegangenen drei Quartalen bemerkenswert gut gehalten hatte, ging er, real betrachtet, im letzten Vierteljahr saisonbereinigt um knapp 1% zurück. Vom Einkommen der privaten Haushalte her bestand kein Spielraum für zusätzlichen Konsum. Bei

Privater Verbrauch

einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit, moderaten Lohnerhöhungen und teilweise eingefrorenen Sonderzahlungen zum Jahresende ist das verfügbare Einkommen nicht mehr gestiegen. Darüber hinaus dürfte die Unsicherheit um den Arbeitsplatz zahlreiche Verbraucher zur Vorsicht bei größeren Anschaffungen von Gebrauchsgütern veranlassen. So sind die Neuzulassungen von Kraftfahrzeugen für Private kräftig zurückgegangen. Auf der anderen Seite hat die private Sparquote leicht zugenommen, was freilich auch mit dem verstärkten Erwerb von Eigenheimen zusammenhängen dürfte. Ab Beginn des Jahres 1997 dürfte der Private Verbrauch tendenziell durch die kräftige Erhöhung des Rentenversicherungsbeitrags und die sprunghaft gestiegene Arbeitslosigkeit zusätzlich belastet werden, so daß von dieser Seite her zunächst wohl keine besonderen Konjunkturimpulse zu erwarten sind.

Investitionen

Die wichtigste Schwachstelle in dem gegenwärtigen Konjunkturbild bleibt jedoch die geringe Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Deren Nachfrage nach Ausrüstungsgütern verharrte nach einer vorübergehenden Belebung im Frühjahr auf dem niedrigen Niveau der Sommermonate. Die Zurückhaltung bei den Investitionen steht in einem gewissen Gegensatz zu der Verbesserung der wirtschaftlichen Grundbedingungen. Die kurz- und langfristigen Zinsen sind ausgesprochen niedrig, die Wechselkurse haben sich – wie bereits erwähnt – nach der übertriebenen DM-Aufwertung wieder normalisiert, Preisstabilität wurde weitgehend erreicht, und die Lohnstückkosten gingen im Verlauf des Jahres 1996 bei maßvollen Tarif-

erhöhungen und durchaus beachtlichen Produktivitätsfortschritten kräftig zurück. Wenn der Investitionsmotor gleichwohl nicht ansprang, so dürfte dies zum einen an den nach wie vor bestehenden beträchtlichen Kapazitätsreserven gelegen haben, aus denen die zusätzliche, hauptsächlich aus dem Ausland stammende Nachfrage befriedigt werden konnte. Hier mag sich auch auswirken, daß nach der deutschen Vereinigung die Produktionskapazitäten vor allem in Ostdeutschland, aber auch im Westen kräftig aufgestockt worden waren. Zum andern besteht wohl weiterhin eine beträchtliche Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung und das wirtschaftspolitische Umfeld, so daß etwa notwendig werdende Erweiterungsinvestitionen verzögert oder ins Ausland verlagert werden. Rasche Klarheit über die notwendigen Reformschritte in der Steuer- und Sozialpolitik mit der Aussicht auf eine deutliche Verringerung der Abgabenbelastung würde das Investitionsklima in Deutschland zweifellos verbessern helfen.

Von der Investitionsschwäche und den in Gang gekommenen Strukturanpassungen ist in besonderer Weise die Bauwirtschaft betroffen. Die Produktionsunternehmen zögern bei Betriebserweiterungen und halten sich dementsprechend mit Bauaufträgen zurück. Die öffentliche Hand steht unter dem Druck der Haushaltskonsolidierung, was ebenfalls zu einer Einschränkung der Baunachfrage führt. Im Wohnungsbau belasten in manchen Regionen Angebotsüberhänge und sinkende Immobilienpreise den Markt; außerdem wurde in Ostdeutschland die steuerliche Förderung des Mietwohnungsbaus Ende des

Bauwirtschaft

Jahres 1996 deutlich reduziert. Insgesamt ist der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe im Herbst 1996 kräftig zurückgegangen. Im ganzen Jahr 1996 dürfte er etwa 8% niedriger gewesen sein als 1995. Vor allem in Ostdeutschland vollzieht sich damit ein schmerzhafter Anpassungsprozeß. Nachdem der dringende Modernisierungsbedarf in der Infrastruktur und bei den Wirtschaftsunternehmen befriedigt worden ist, werden die Bauaktivitäten wohl – im gesamtwirtschaftlichen Rahmen gesehen – allmählich auf ein Niveau zurückgeführt werden, wie es anderen hochentwickelten Volkswirtschaften entspricht. Damit ist ein Beschäftigungsabbau verbunden, der sich schon um die Jahreswende 1996/1997 in dem kräftigen Anstieg der ostdeutschen Arbeitslosenzahlen niedergeschlagen hat.

Preise

Die Preisentwicklung verlief um die Jahreswende 1996/1997 weiterhin günstig; in Deutschland herrscht nach wie vor weitgehend Preisniveaustabilität. Zwar sind im Januar die Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich mit 1,8% etwas stärker gestiegen als im ganzen Jahr 1996; dies lag aber teilweise an nur vorübergehend wirksamen Faktoren wie dem witterungsbedingten Anziehen der Preise für Heizöl und Nahrungsmittel. Besondere Inflationsimpulse sind im Augenblick nicht zu erkennen. Der Anstieg der Importpreise im Zusammenhang mit der Dollaraufwertung und den höheren Rohölnotierungen auf dem Weltmarkt wird durch sinkende Lohnstückkosten im Inland aufgefangen. Mit dem im Dezember 1996 verkündeten Geldmengenziel hat die Bundesbank deutlich gemacht, daß sie mit ihrer Geldpolitik in den

Jahren 1997 und 1998 den erreichten Stabilitätserfolg auch längerfristig abzusichern beabsichtigt.

Finanz- und Geldpolitik

Die Gebietskörperschaften haben im letzten Vierteljahr nach den bisher vorliegenden Teilangaben mit einem deutlich höheren Defizit abgeschlossen als im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Das Steueraufkommen enttäuschte weiterhin die Erwartungen; im vierten Quartal ging es im Vorjahresvergleich um 2% zurück. Die Bemühungen um Einsparungen im Haushaltsvollzug konnten die Verschlechterung der Haushaltslage lediglich in Grenzen halten.

*Öffentliche
Haushalte im
vierten Quartal*

Im ganzen Jahr 1996 dürfte das Haushaltsdefizit der Gebietskörperschaften infolge der Einnahmenschwäche trotz des verlangsamten Anstiegs der Ausgaben um bis zu 10 Mrd DM höher ausgefallen sein als im Vorjahr, in dem es rund 110 Mrd DM betragen hatte. In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und einschließlich der Sozialversicherungen erreichte das Staatsdefizit nach der ersten Einschätzung des Statistischen Bundesamtes 3,9% des Bruttoinlandsprodukts. Damit wurde die im Maastricht-Vertrag festgelegte 3%-Grenze noch deutlicher überschritten als im Jahr 1995, in dem die Defizitquote 3,5% betragen hatte. Wird der das Haushaltsvolumen verkürzende Einfluß der Umstellung beim Kindergeld herausgerechnet, so stieg die Staatsausgabenquote am BIP gegenüber 1995 um fast einen halben Prozentpunkt. Hier schlug sich vor allem die

*Vorläufiges
Jahresergebnis
1996*

beträchtliche Zunahme der Sozialtransfers nieder, die zum Teil arbeitsmarktbedingt war. Die Abgabenquote am BIP blieb nahe bei ihrer Vorjahrshöhe. Dem Rückgang der Steuerquote unter dem Einfluß der Anhebung des Grundfreibetrages, der Verbesserung des Familienleistungsausgleichs und des Wegfalls des „Kohlepfennigs“ stand ein Anstieg der Sozialabgabenquote infolge höherer Beitragssätze gegenüber.

*Haushalts-
planungen
für 1997
und Risiken*

Die Haushaltspläne der Gebietskörperschaften für das Jahr 1997 stehen im Zeichen eher noch verstärkter Sparanstrengungen. Insgesamt gehen die Ausgaben nach den Plänen nur wenig über ihren Umfang im Jahr 1996 hinaus. Für das Steueraufkommen wird ein moderates Wachstum veranschlagt, das durch die zum Jahresbeginn in Kraft getretenen Änderungen per saldo nur noch wenig geschmälert wird. Jedoch zeichnen sich gegenüber den Plänen inzwischen weitere Haushaltsrisiken ab. So ist das Steueraufkommen im Jahr 1996 noch um fast 5 Mrd DM hinter der offiziellen Prognose vom November zurückgeblieben. Zudem wird im Jahreswirtschaftsbericht 1997 der Bundesregierung für dieses Jahr ein etwas geringeres nominales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts erwartet als im Herbst; auch wird für den Jahresdurchschnitt nicht mehr mit einer gegenüber 1996 gleichbleibenden, sondern um etwa 200 000 Personen höheren Arbeitslosigkeit gerechnet, was sich auf die arbeitsmarktbedingten Ausgaben auswirken würde.

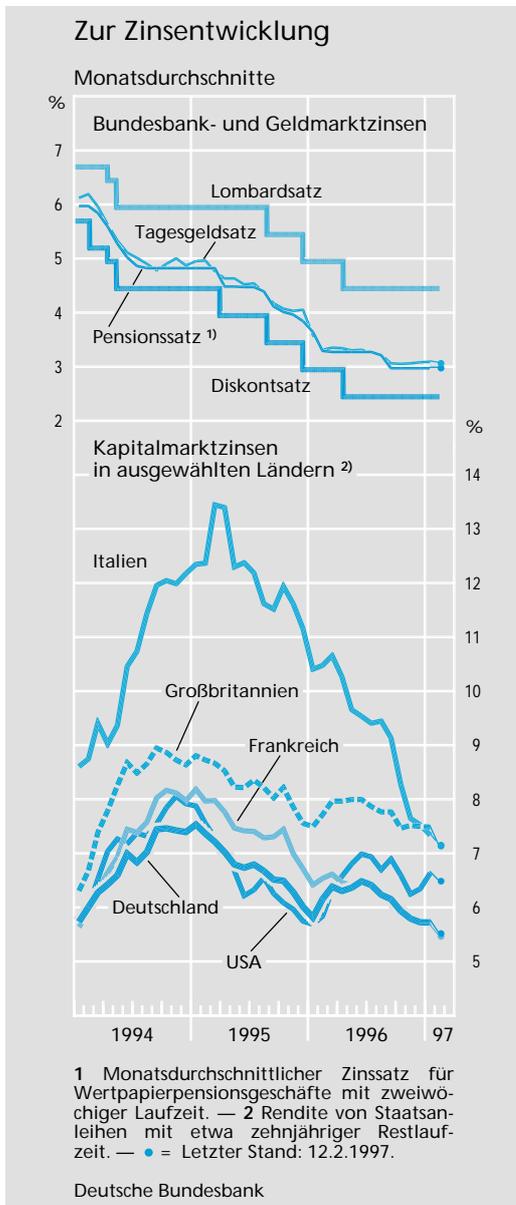
Auf der Grundlage der Haushaltsplanungen der Gebietskörperschaften und infolge einer ausgeprägten Besserung im Abschluß der

Sozialversicherungen – vor allem durch einen höheren Beitragssatz zur Rentenversicherung – hatte es die Bundesregierung im Herbst für erreichbar gehalten, daß das Staatsdefizit im Jahr 1997 auf 2,5 % des BIP verringert werden kann. Angesichts der neuerlichen Haushaltsrisiken rechnet sie im Jahreswirtschaftsbericht allerdings nur noch mit einer Rückführung des Defizits auf 2,9 % des BIP. Damit ist die Sicherheitsmarge, die zum 3 %-Referenzwert von Maastricht zu bestehen schien, geschwunden. Im Haushaltsvollzug müssen jetzt alle Anstrengungen unternommen werden, um den geplanten Ausgabenrahmen zumindest nicht zu überschreiten, vielmehr diesen möglichst noch zu unterschreiten. Auch im Hinblick auf die Rahmenbedingungen für die Wirtschaftsentwicklung ist es dringend geboten, das Vertrauen in die Fähigkeit der Finanzpolitik zu erhalten, nachhaltige Konsolidierungsfortschritte zu erreichen.

*Haushalts-
perspektiven
für 1997 aus
derzeitiger
Sicht*

Die Bundesbank hielt um die Jahreswende an der Zinspolitik der ruhigen Hand fest. Sie beließ den Diskontsatz bei 2,5 %, den Wertpapierpensionssatz bei 3,0 % und den Lombardsatz bei 4,5 %. Ferner gab sie die Konditionen der nach wie vor als Mengentender ausgeschriebenen Wertpapierpensionsgeschäfte im Anschluß an die Zentralbankratssitzungen jeweils im voraus bekannt. Damit liegen die Notenbanksätze weiterhin teilweise auf den historischen Tiefständen, auf die sie nach den Zinssenkungen im April und August vorigen Jahres gefallen waren. Die Terminnotierungen am Geldmarkt gaben in den letzten Monaten tendenziell nach, so daß sich hier die Zinsstrukturkurve abflachte.

Zinspolitik



Danach zu urteilen sind die Markterwartungen weiterhin auf unveränderte Notenbankzinsen ausgerichtet. Im internationalen Vergleich liegen die deutschen Geldmarktsätze nach wie vor im unteren Bereich des Zinspektrums.

Vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen und monetären Lage ergab sich für die Bundesbank in der jüngsten Zeit kein Hand-

lungsbedarf in der Zinspolitik. Insbesondere die Geldmengenexpansion und das Geldmengenziel 1997 sprachen für ein „Geradausfahren“ am Geldmarkt. Das Geldmengenwachstum hat sich seit dem Sommer vergangenen Jahres wieder etwas verstärkt, vor allem im Dezember ist die Geldmenge M3 kräftig gestiegen. Im Durchschnitt des vierten Quartals 1996 übertraf sie ihren Stand vom vierten Quartal 1995 um 8,1%. Das Geldmengenziel für 1996, das für diesen Zeitraum eine Ausweitung um 4% bis 7% vorsah, wurde somit überschritten.

Die Zielüberschreitung wird durch die wesentlich moderatere Ausweitung der Geldmenge M3 erweitert im vergangenen Jahr relativiert. Die gesamten ausgabenrelevanten Geldbestände dürften weniger gestiegen sein als die statistisch ausgewiesene Geldmenge M3. In dieselbe Richtung weist, daß das M3-Wachstum in hohem Umfang von den Sondersparformen getragen wurde, die teilweise eine verkappte Geldkapitalbildung darstellen. Die Geldversorgung erscheint auf mittlere Sicht nach wie vor nicht unangemessen.

Im Dezember ist die Geldmenge M3 insbesondere im Monatsverlauf rasch gewachsen, so daß der Einstieg in das Geldmengenziel 1997, wonach die Geldmenge M3 im Jahresverlauf um 3 1/2% bis 6 1/2% zunehmen soll, durch einen recht hohen „statistischen Überhang“ vorbelastet ist. Hierzu dürften insbesondere „Vorzieheffekte“ bei der Kreditgewährung an den privaten Sektor aufgrund der Herabsetzung der steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten vor allem bei neuen

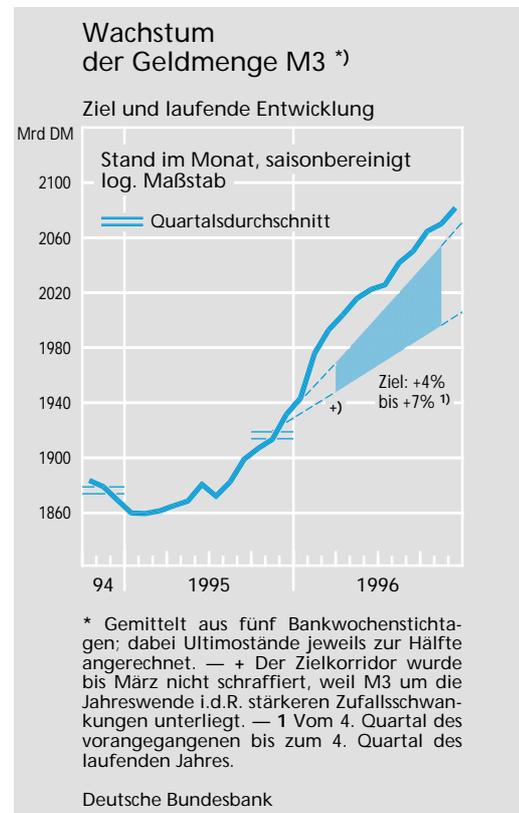
*Determinanten
der Geld-
mengen-
entwicklung*

Mietwohnungsbauten und Betriebsgebäuden außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes in Ostdeutschland sowie der Erhöhung der Grunderwerbsteuer ab Anfang 1997 beigetragen haben. Hinzu kamen größere, vermutlich vorübergehende Rückverlagerungen von Euroeinlagen ins heimische Bankensystem.

Der Anstieg der Geldmenge und der Kredite ist großenteils als „Ausreißer“ anzusehen, dem im weiteren Jahresverlauf eine wieder mäßigere Expansion folgen sollte. Dafür spricht auch, daß die noch nicht durch Auszahlung erledigten Zusagen für längerfristige Kredite im Dezember deutlich zurückgegangen sind. Andererseits dürfte der in diesem Monat entstandene „Liquiditätssockel“ nur allmählich abschmelzen. Ferner könnte die laufende Geldmengenausweitung weiterhin durch den hohen Kreditbedarf der öffentlichen Hand und die recht mäßige Geldkapitalbildung gefördert werden. Die Bereitschaft zur Bildung längerfristigen Geldvermögens hat sich im letzten Quartal des vorigen Jahres zwar etwas belebt, angesichts der niedrigen langfristigen Zinsen und der Unsicherheiten über die Europäische Währungsunion bildet das längerfristige Mittelaufkommen bei den Banken aber weiterhin kein ausreichendes Gegengewicht zu den von deren Aktivgeschäft ausgehenden expansiven Impulsen auf die monetäre Entwicklung.

Kapitalmarkt- zinsen

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind in den letzten Monaten auf historische Tiefstände gefallen. Im Januar unterschritten sie erstmals die Marke von 5%; Mitte Februar lagen sie bei 4³/₄%. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Position der amerikanischen und



der deutschen Wirtschaft im Konjunkturverlauf konnte sich der heimische Kapitalmarkt auch etwas stärker vom Zinstrend am US-Anleihemarkt abkoppeln; zehnjährige Bundesanleihen rentierten in Deutschland zuletzt einen Prozentpunkt niedriger als in den USA. In Europa haben sich die Zinsdifferenzen angesichts der anhaltenden Diskussion über die Auswahl der Teilnehmerländer für den Start der Europäischen Währungsunion dagegen weiter verengt.

Infolge des niedrigen Zinsniveaus sind die Finanzierungskonditionen für neue Investitionen derzeit sehr günstig. Festzinshypotheken auf Wohngrundstücke kosteten im Januar bei einer Zinsfestschreibung auf fünf Jahre durchschnittlich 6% und bei zehnjähriger Zinsbindung 7%. Festzinskredite an Unter-

nehmen mit vereinbarter Laufzeit von 4 Jahren und darüber wurden nach den Ergebnissen der neugestalteten Statistik der Soll- und Habenzinsen zu Sätzen zwischen $6\frac{1}{2}\%$ und $6\frac{3}{4}\%$ abgerechnet (vgl. dazu S. 26 ff.). Auch real betrachtet sind die deutschen Kapitalmarktzinsen vergleichsweise niedrig. Der „statistische“ Realzins (Umlaufrendite bereinigt um die laufende Preissteigerungsrate auf Konsumentenebene) betrug bereits im vierten Quartal 1996 rund $3\frac{3}{4}\%$ gegen etwa $4\frac{1}{2}\%$ im Durchschnitt der achtziger Jahre. Die monetären Rahmenbedingungen für eine kräftige Konjunkturbelebung haben sich in der jüngsten Zeit auch dadurch verbessert, daß der Außenwert der D-Mark, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, deutlich gesunken ist.

*Risiken einer
antizyklischen
Geldpolitik*

Mit dem Erreichen neuer Tiefstände bei den Kapitalmarktzinsen haben allerdings auch die Störanfälligkeit und die Volatilität am Rentenmarkt wieder zugenommen. In diesem Umfeld kommt es darauf an, keine Zweifel an der konsequenten Stabilitätsorientierung der Geldpolitik – wie auch einer nachhaltigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte –

aufkommen zu lassen. Der entscheidende Beitrag der Notenbank zum Wirtschaftswachstum besteht darin, dafür zu sorgen, daß sich die Marktteilnehmer und Investoren langfristig auf Geldwertstabilität einstellen. Dies ist eine notwendige Voraussetzung für niedrige und wenig schwankende Kapitalmarktzinsen sowie einen effizienten Ressourceneinsatz. Eine stärker konjunkturorientierte Geldpolitik, wie sie der Bundesbank zur Überwindung der gegenwärtigen Investitionsschwäche gelegentlich empfohlen wird, könnte sich dagegen leicht als kontraproduktiv erweisen, weil sie zu Glaubwürdigkeitsverlusten und zu einem Anstieg von Inflations- und Risikoprämien im Kapitalmarktzins sowie einer preistreibenden Abwertung der eigenen Währung führen würde. Insbesondere im Vorfeld der Europäischen Währungsunion sind diese Gefahren nicht gering zu veranschlagen. Gegen eine stärker antizyklische Geldpolitik spricht ferner, daß die derzeitigen wirtschaftlichen Probleme in Deutschland – wie geschildert – überwiegend struktureller Natur sind. Sie lassen sich nur durch wirtschaftspolitische Reformen lösen, nicht dagegen mit den Mitteln der Geldpolitik.