

Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 1998/99

Überblick

Wirtschaftslage

Die Wirtschaftsaktivität hat sich im Herbst letzten Jahres abgeschwächt. Nach den bisher vorliegenden Informationen dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 1998 saisonbereinigt betrachtet nicht mehr das Ergebnis des Vorquartals erreicht haben. Es war damit zwar weiterhin deutlich höher als im Vorjahr, mit 2 % blieb die Wachstumsrate in arbeitstäglicher Betrachtung aber hinter der Produktionsausweitung im Durchschnitt der ersten drei Quartale (fast 3 %) zurück. Besonders ausgeprägt waren die retardierenden Kräfte im Verarbeitenden Gewerbe, dessen Ausstoß nach einer fast zweijährigen, kräftigen Expansion erstmals wieder gesunken ist.

Bruttoinlandsprodukt

Eine gewisse Eintrübung des Stimmungsbildes in der Wirtschaft hatte sich schon im Sommer abgezeichnet. Nach den Umfragen des ifo Instituts hat sich die Einschätzung der Geschäftslage und der Geschäftserwartungen bis zum Ende des Jahres weiter verschlechtert. Die Auftragseingänge der Industrie konnten das zuvor erreichte hohe Niveau nicht halten; die Kapazitätsauslastung nahm ab.

Stimmungslage

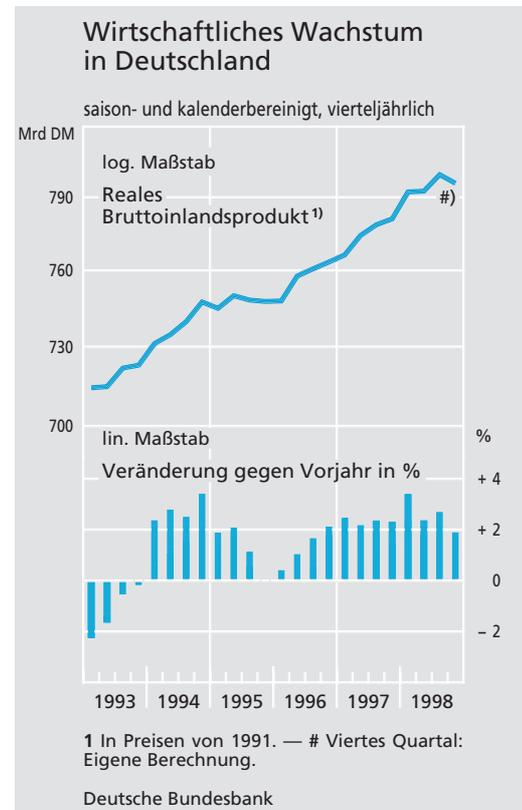
Ursächlich für die Wachstumseinbußen waren zum einen die Nachfrageausfälle in den Krisenregionen der Welt. Europa und damit auch Deutschland konnten sich – entgegen den Tendenzen in der ersten Jahreshälfte von 1998 – immer weniger von den weltwirtschaftlichen Risiken und Belastungen abkoppeln. Zum anderen haben sich aber auch die Unsicherheiten über die wirtschaftlichen und

*Risiken für das
Wirtschafts-
wachstum*

wirtschaftspolitischen Perspektiven im Inland verstärkt. Die Ungewißheit über die künftige Kosten- und Steuerbelastung könnte manche Unternehmen bei neuen Investitionsvorhaben zögern lassen. Aus heutiger Sicht muß freilich noch offen bleiben, ob die jüngste Wachstumsschwäche nur eine vorübergehende Unterbrechung einer anhaltenden wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung ist. Zwar sind die Unsicherheiten größer geworden, doch scheint die Grundverfassung der Wirtschaft – insbesondere nach den vorangegangenen Rationalisierungsmaßnahmen und Umstrukturierungen – robust genug zu sein, um ein Abgleiten in rezessive Tendenzen zu verhindern. Nicht zuletzt der Dienstleistungsbereich ist weiterhin eine wichtige Stütze der gesamtwirtschaftlichen Produktion.

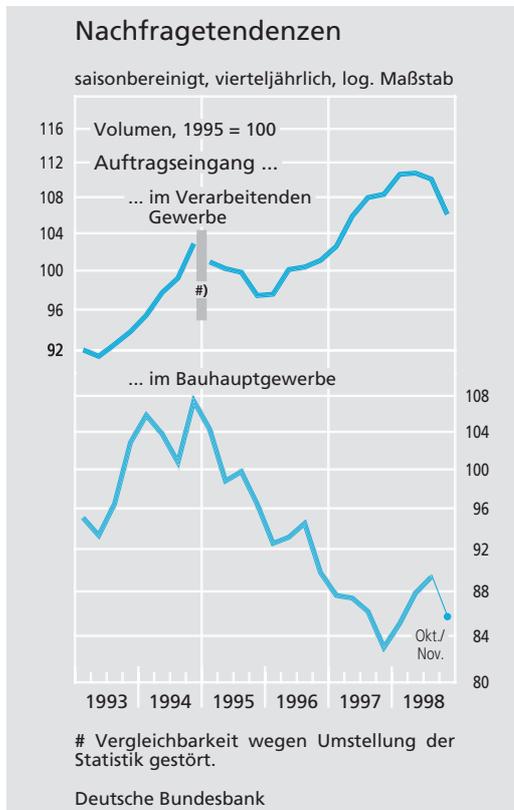
*Auslands-
geschäft*

Anders als in der ersten Jahreshälfte von 1998 gingen vom Auslandsgeschäft der deutschen Wirtschaft zuletzt keine Wachstumsimpulse mehr aus. Die Ausfuhren sind im vierten gegenüber dem dritten Quartal saisonbereinigt betrachtet zurückgegangen. Auch der Auftragseingang bei der Industrie aus dem Ausland hat deutlich abgenommen; er liegt nun niedriger als zur gleichen Vorjahrszeit. Dies ist freilich nicht Ausdruck einer währungsbedingt verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte auf den Auslandsmärkten; gegen Ende 1998 entsprach der reale DM-Außenwert gegenüber den 18 wichtigsten Industrieländern seinem langjährigen Durchschnitt. Vielmehr sind die Exporteinbußen auf die Kumulation weltwirtschaftlicher Wachstumsstörungen zurückzuführen. Die Ausfuhren nach Südostasien, Japan, Rußland und auch in die OPEC-Länder,



deren Devisenerlöse durch den Ölpreiserückgang stark gesunken sind, blieben weit hinter ihrem Vorjahrsniveau zurück.

Zwar scheint sich in einigen asiatischen Krisenländern wie Korea und Thailand die Wirtschaftslage allmählich zu verbessern. In Rußland und teilweise auch in Lateinamerika haben sich dagegen die wirtschaftlichen Probleme akzentuiert. Der IWF hat seine Erwartungen an die weltwirtschaftliche Aktivität in rascher Folge nach unten korrigiert. Nach ersten Berechnungen dürfte die Produktion 1998 weltweit nur noch um 2 ¼ % gestiegen sein, verglichen mit jeweils 4 ¼ % in den beiden Vorjahren. Das Wachstum des Welthandelsvolumens ging von 10 % im Jahr 1997 auf lediglich 3 ½ % zurück. Deutschland konnte sich als stark exportorientiertes Land



dieser Entwicklung nicht entziehen. Immerhin entfällt gut ein Zehntel der deutschen Ausfuhren auf die Krisenregionen. Demgegenüber haben sich die deutschen Ausfuhren in die EWU-Partnerländer vergleichsweise gut gehalten. Deren Anteil an den gesamten Warenexporten beträgt 44 %. Die Einbindung der deutschen Wirtschaft in den gemeinsamen europäischen Binnenmarkt hat den Effekt der außenwirtschaftlichen Störungen gedämpft.

Inlandsnachfrage

Den insgesamt nachlassenden Impulsen aus dem Auslandsgeschäft standen im Herbst 1998 – anders als im vorangegangenen Verlauf des Jahres – nicht mehr in vollem Umfang kompensierende binnenwirtschaftliche Auftriebskräfte gegenüber. Die Inlandsbestellungen bei der Industrie sind saisonbereinigt

sogar deutlich gesunken. Insofern ist die Wirtschaftsentwicklung zuletzt nicht mehr dem „klassischen Muster“ einer zyklischen Aufwärtsbewegung in Deutschland gefolgt, nach dem die Erholung mit einer kräftigen Ausweitung der Exporte beginnt und dann im zweiten Schritt – zusammen mit der dadurch verbesserten Kapazitätsauslastung – auf die Binnennachfrage überspringt.

Vor allem den Investitionen fehlt bisher der kräftige Schwung. Zwar haben die Ausrüstungsinvestitionen im vierten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit um etwa 7 % zugenommen; gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr haben sie aber nach Ausschluß der Saisonbewegung praktisch stagniert. Der Auftragseingang aus dem Inland bei den heimischen Investitionsgüterproduzenten ist zuletzt sogar gesunken. Möglicherweise zögern viele Unternehmen ihre Investitionen hinaus. Zum einen wird befürchtet, daß es nach einigen Jahren der Lohnzurückhaltung nun zu überhöhten Lohnabschlüssen kommt. Zum anderen sehen viele Unternehmen – zumindest vorübergehend – eine höhere Steuerbelastung auf sich zukommen. Zwar sind die Gewinne der Unternehmen in den letzten Jahren insgesamt kräftig gestiegen, so daß zusammen mit den günstigen Finanzierungsbedingungen die Basis für eine nachhaltige Investitionsbelebung gegeben wäre. Allerdings kommt es bei der Investitionsentscheidung neben der vergangenen Gewinnentwicklung vor allem auch auf die Gewinnperspektiven an. Verlässliche Aussichten auf die Unternehmen nicht überfordernde Lohnvereinbarungen und auf einen Rückgang der auch im internationalen Ver-

Investitionen

gleich in vielen Bereichen hohen Unternehmenssteuerbelastung könnten entscheidend zur Aufhellung des Investitionsklimas beitragen.

Bauwirtschaft

Die Bauwirtschaft ist bislang ein Schwachpunkt im Konjunkturbild geblieben. Die bis zum Sommer anhaltende, leichte Belebung der Nachfrage nach Bauleistungen hat sich nicht weiter fortgesetzt. Insbesondere im Wohnungsbau gingen die Aufträge erneut zurück. Selbstgenutzte Einfamilienhäuser sind zwar nach wie vor gefragt. Im Mietwohnungsbau bleibt die Lage trotz der stabilen Baukosten und der ausgesprochen niedrigen Hypothekenzinsen jedoch gedämpft. Teilweise stehen Wohnungen leer, so daß es bei Erstvermietungen tendenziell zu Abschlägen bei den Mieten kommt. Auch von den gewerblichen Baumaßnahmen – sieht man von einzelnen Großaufträgen durch Bahn und Post ab – sowie vom öffentlichen Bau gingen keine konjunkturellen Impulse aus. Vor allem in Ostdeutschland befindet sich die Bauwirtschaft nach dem Auslaufen des vereinigungsbedingten Baubooms weiterhin in einer schwierigen Anpassungsphase.

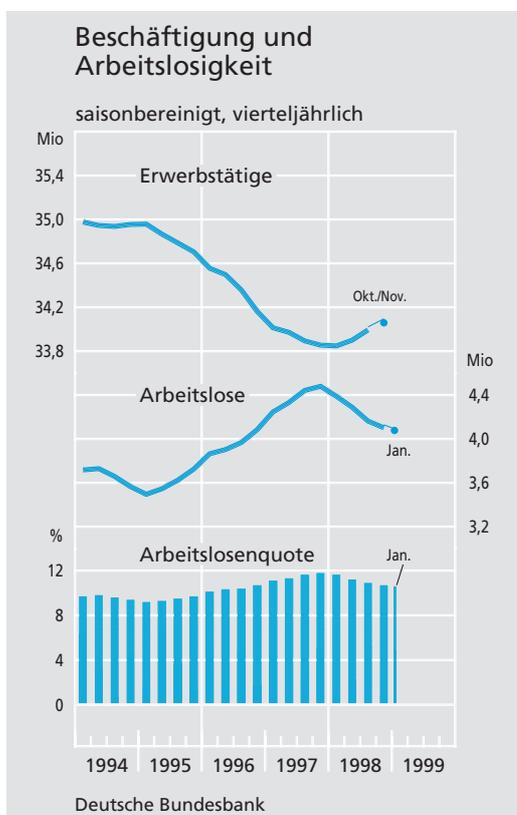
Privater Verbrauch

Einen gewissen Lichtblick bei der Konjunktureinschätzung stellt dagegen der Private Verbrauch dar. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte saison- und kalenderbereinigt im vierten Quartal um etwa 1% gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr zugenommen haben. Der höhere Verbrauch wurde aus dem Anstieg des Verfügbaren Einkommens, aber auch einem weiteren Rückgang der Sparquote gespeist. Im Gegensatz zu der Lageeinschätzung im Verarbeitenden Gewerbe

haben sich die Konsumentenerwartungen sogar verbessert. Die im Verlauf des letzten Jahres gestiegene Beschäftigung, der Kaufkraftgewinn aufgrund des Rückgangs der Energiepreise sowie die steuerlichen Entlastungen aus der Absenkung des Solidaritätszuschlags und der Erhöhung des Grundfreibetrages bei der Einkommensteuer stimulierten die Konsumneigung, zumal auch die Lohnsteigerungen bei einer weiter rückläufigen Inflationsrate kaum noch von Preiserhöhungen „aufgezehrt“ wurden. Die Mehrwertsteuererhöhung, die Anfang April 1998 in Kraft trat, schlug als tendenziell belastender Faktor vergleichsweise wenig zu Buch. Die mittlerweile auf historische Tiefstwerte gesunkene Sparquote und die zuletzt eher zögernde Auftragsvergabe des Handels bei den Konsumgüterherstellern zeigen aber auch, daß der gegenwärtig robust erscheinende Private Verbrauch gewissen Risiken unterworfen ist. Zu seiner Absicherung könnte vor allem eine beschäftigungsfreundliche Lohn- und Steuerpolitik beitragen, die über mehr Investitionen Arbeitsplätze und Einkommen schafft, das für den Konsum verfügbar ist.

Arbeitsmarkt

Die jüngste Abflachung der Wirtschaftsaktivität hat bisher nicht erkennbar auf den Arbeitsmarkt durchgeschlagen. Die Beschäftigung ist bis in den Herbst weiter gestiegen. Im November, dem letztbekanntesten Monat, war die Zahl der Erwerbstätigen um 175 000 höher als im Jahr zuvor. Die Zahl der Arbeitslosen ist zwar zum Jahresende 1998 hin saisonbereinigt betrachtet nicht weiter gesunken, sondern hat sich sogar etwas erhöht. Dies lag aber vor allem an dem frühen Wintereinbruch und dem nicht mehr so hohen



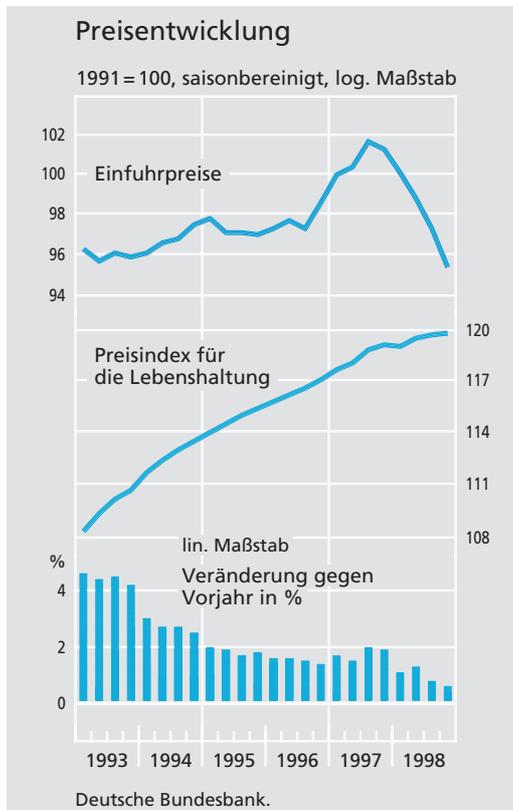
Einsatz von arbeitschaffenden Maßnahmen und von Lehrgängen zur beruflichen Weiterbildung, insbesondere in Ostdeutschland. Im Januar kam es bei saisonbereinigter Betrachtung wieder zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, was zu einem guten Teil mit der vergleichsweise milden Witterung zusammenhing; in diesem Monat waren saisonbereinigt 10,6 % aller Erwerbspersonen ohne Beschäftigung.

Ein angemessenes Wirtschaftswachstum und eine entsprechende Binnennachfrage sind zweifellos wichtige Voraussetzungen für Fortschritte bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit. Die Geldpolitik hat mit dem faktischen Erreichen des Ziels der Preisstabilität wesentlich zur Verbesserung der Wachstumsbedingungen beigetragen. Darüber hinaus kommt

es aber entscheidend darauf an, die strukturellen Ursachen der Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Die Strukturkomponenten der Arbeitslosigkeit sind nach den Berechnungen der maßgeblichen internationalen Organisationen, aber auch nationaler Forschungseinrichtungen viel bedeutender als die rein zyklischen Faktoren. Eine erfolgreiche Beschäftigungspolitik muß also an den Ursachen der Arbeitslosigkeit ansetzen. Hieran müssen sich die seit einiger Zeit diskutierten Initiativen auf nationaler und europäischer Ebene messen lassen.

Das Preisklima blieb in Deutschland günstig. Der Anstieg des Preisindex für die Lebenshaltung machte um die Jahreswende 1998/99 im Vorjahresvergleich lediglich 0,5 % aus. Damit ist praktisch Preisstabilität erreicht. In der absehbaren Zukunft sind zudem keine besonderen inflatorischen Risiken zu erkennen. Aber auch von deflatorischen Gefahren kann keine Rede sein. Zwar wird in der amtlichen Statistik insbesondere wegen der schwierigen Erfassung von Qualitätsveränderungen der Preisanstieg wohl tendenziell etwas überzeichnet. Die in einer Bundesbankstudie ermittelte Größenordnung für den Meßfehler von bis zu einem drei viertel Prozentpunkt kann aber nicht einfach – wie es in der Öffentlichkeit gelegentlich geschieht – mit einer exakten Vorgabe von 0,75 Prozentpunkten gleichgesetzt werden, die mechanisch von der jeweils aktuellen Inflationsrate abzuziehen wäre. Der Versuch, den zwangsläufig immer vorhandenen statistischen Unschärfen mit wissenschaftlichen Methoden näher zu kommen, darf und sollte nicht dazu führen,

Preise



die amtliche Statistik Monat für Monat mit einem Korrekturfaktor zu konfrontieren.

In der Diskussion über angebliche deflationäre Tendenzen sollte auch der starke außenwirtschaftliche Einfluß auf die Inflationsrate berücksichtigt werden. Insbesondere wegen der gesunkenen Ölpreise waren Importprodukte im Dezember 1998 um 6 % billiger als vor Jahresfrist. So dürfte die Kerninflationsrate im Augenblick etwas höher liegen als die statistisch ausgewiesene Teuerung auf der Verbraucherstufe.

In der Europäischen Währungsunion war der Harmonisierte Verbraucherpreisindex im Dezember 1998 um 0,8 % höher als vor Jahresfrist. Damit liegt die Preisentwicklung ganz im Rahmen der stabilitätspolitischen Zielvorstel-

lungen des Eurosystems. Jetzt kommt es darauf an, diese günstige Entwicklung dauerhaft zu sichern.

Finanz- und Geldpolitik

Die Finanzentwicklung der öffentlichen Haushalte hat sich im vierten Quartal – wie schon im vorangegangenen Jahresverlauf – gebessert. Dies gilt insbesondere für den Bund, der einen Überschuß von 4 ½ Mrd DM erzielte. Im vierten Quartal 1997 war demgegenüber ein Defizit in gleicher Höhe zu verzeichnen gewesen. Die Steuern der Gebietskörperschaften waren mit einem Zuwachs von 5 ½ % weiterhin recht ergiebig. Hinzu kamen beträchtliche Erlöse aus der Veräußerung von Vermögenswerten. Auf der Ausgabenseite verfolgten die Gebietskörperschaften einen auf Einsparungen gerichteten Kurs. Bei den Sozialversicherungen schloß die gesetzliche Rentenversicherung mit einem günstigeren Finanzergebnis ab als ein Jahr zuvor. Die Bundesanstalt für Arbeit verzeichnete dagegen wegen der starken Ausweitung der Maßnahmen im Rahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik ein höheres Defizit.

Öffentliche Haushalte im vierten Quartal 1998 ...

Im gesamten Jahr 1998 sind die Defizite in den Haushalten der Gebietskörperschaften beträchtlich zurückgegangen. Sie nahmen um schätzungsweise ein Drittel auf eine Größenordnung von 65 Mrd DM ab. Allerdings spielten dabei umfangreiche Privatisierungserlöse und der durch die Neubewertung der Devisenreserven stark erhöhte Bundesbankgewinn eine gewichtige Rolle. Aber auch in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen

... und im Gesamtjahr

Gesamtrechnungen, in der ein großer Teil dieser einmaligen Einnahmen den Finanzierungssaldo nicht beeinflußt, hat sich eine deutliche Verbesserung der öffentlichen Finanzen ergeben. Unter Einschluß der Sozialversicherungen, die ebenfalls etwas günstiger abschlossen als 1997, verringerte sich die staatliche Defizitquote gemäß dem Maastricht-Vertrag nach den vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes von 2,7 % auf 2,1%. Hierzu trug die kräftige Erholung der Steuereinnahmen bei, die vor allem durch ein starkes Aufkommenswachstum der Veranlagungssteuern infolge der günstigen Gewinnlage der Unternehmen in den vergangenen Jahren getragen wurde. Hinzu kam eine enge Begrenzung der Ausgaben. Ihr Anstieg konnte mit 1½ % unterhalb der Zunahme des Bruttoinlandsprodukts gehalten werden, so daß die Staatsquote um einen Prozentpunkt auf 48 % sank.

*Perspektiven im
laufenden Jahr*

Im laufenden Jahr dürfte sich die Rückführung der Defizite allerdings kaum noch fortsetzen. Zwar ist weiterhin mit einem beachtlichen Anstieg des Steueraufkommens zu rechnen, wozu freilich auch die geplante stärkere Besteuerung des Energieverbrauchs beiträgt. Dagegen dürften die Sozialbeiträge nur wenig wachsen, nicht zuletzt weil der Beitragsatz zur Rentenversicherung ab April um 0,8 Prozentpunkte auf 19,5 % herabgesetzt wird. Schließlich ist ein etwas stärkerer Anstieg der Ausgaben zu erwarten. In dem von der neuen Regierung beschlossenen Entwurf des Bundeshaushalts 1999 ist – ebenso wie in der ursprünglichen Planung – ein Defizit von knapp 56½ Mrd DM vorgesehen, das etwa dem Ist von 1998 entspricht.

Mittelfristig ist es das Ziel der Finanzpolitik, den im laufenden Jahr voraussichtlich unterbrochenen Abbau der Defizite wieder aufzunehmen. So sieht das kürzlich vorgelegte Stabilitätsprogramm der Bundesregierung vor, die Ausgabenquote deutlich zu reduzieren, um damit Spielraum für eine Rückführung der Defizitquote (in der Maastricht-Abgrenzung) auf 1 % im Jahr 2002 sowie eine Senkung der Abgabenquote zu schaffen. Dieser Weg zu einer nachhaltigen Konsolidierung der Staatsfinanzen, wie er für alle Länder des gemeinsamen Währungsraums im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgeschrieben ist, sollte auch beim Auftreten unerwarteter Mehrbelastungen eingehalten werden. Je schneller eine Haushaltsposition „close to balance or in surplus“ erreicht wird, desto eher ist die Finanzpolitik über die eingebauten Stabilisatoren in der Lage, ohne Gefährdung der langfristigen Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen ausgleichend auf Störungen der nationalen Wirtschaftsentwicklung zu wirken.

*Mittelfristige
Ausrichtung
der Finanz-
politik*

Die Bundesbank hat Anfang Dezember im Rahmen einer koordinierten Zinssenkung im Europäischen System der Zentralbanken den Zinssatz für ihre bis Ende Dezember 1998 als Mengentender ausgeschriebenen Wertpapierpensionsgeschäfte von 3,3 % auf 3,0 % herabgesetzt. Mit dieser Maßnahme wurde de facto das Ausgangsniveau des entsprechenden EZB-Zinssatzes zu Beginn der dritten Stufe der EWU am 1. Januar 1999 festgelegt.

*Koordinierte
Zinssenkung
im Dezember*

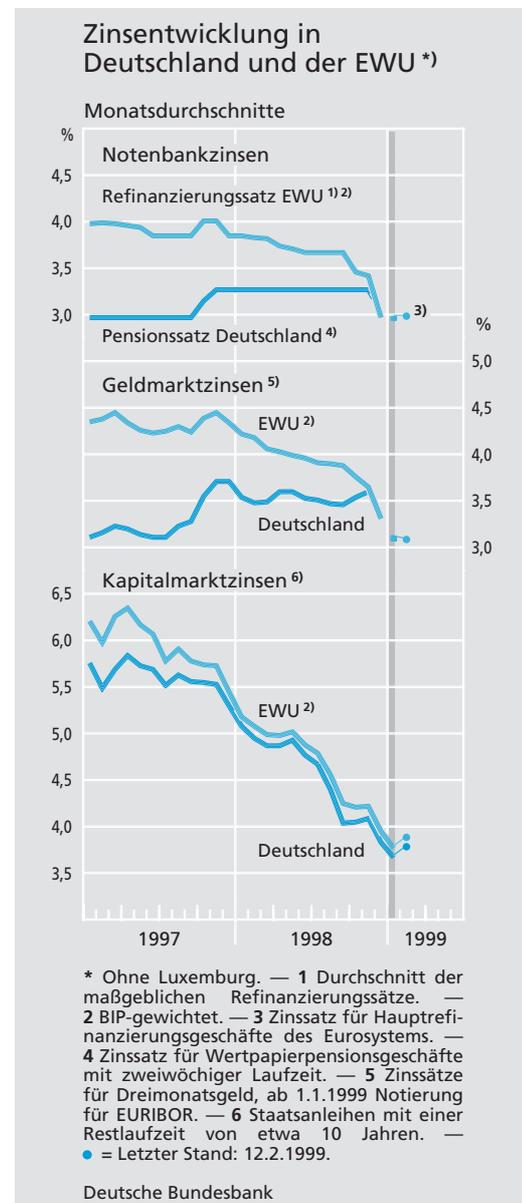
Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung am 22. Dezember 1998 den Zinssatz von 3 % für das erste Hauptrefinanzierungsgeschäft im Jahr 1999 formell beschlossen und seine Absicht

*Übernahme
der Geldpolitik
durch das
Eurosistem*

bekräftigt, an diesem Leitzins für den Geldmarkt auf absehbare Zeit festzuhalten. Entsprechend wurden bisher alle Haupttender zu diesem unveränderten Festsatz ausgeschrieben. Zur Stabilisierung der Markterwartungen wurden die Konditionen jeweils im Vorhinein bekanntgegeben. Der EZB-Rat bestimmte am 22. Dezember 1998 ferner die Zinsen für die beiden ständigen Fazilitäten, die den Zinskorridor für den Tagesgeldmarkt bilden. Er setzte den Satz für die Spitzenrefinanzierung auf 4,5 % fest – dies entsprach dem früheren Lombardsatz der Bundesbank – und den Satz für die Einlagefazilität auf 2,0 %. Für die ersten drei Wochen der dritten Stufe hat er den Korridor allerdings auf 50 Basispunkte (nämlich auf 2,75 % bis 3,25 %) verengt, um den Marktteilnehmern die Anpassung an das neue Umfeld des Geldmarktes in der Währungsunion zu erleichtern und unerwünscht große Zinsschläge am Tagesgeldmarkt zu vermeiden. Angesichts zunehmender Fortschritte bei der Integration der nationalen Geldmärkte und bei der Abwicklung des bargeldlosen, grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs wurde diese Übergangsregelung am 22. Januar 1999 planmäßig außer Kraft gesetzt. Die Anfang Januar zunächst recht hohe Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungs- und der Einlagefazilität ging deutlich zurück und beschränkte sich zuletzt auf friktionelle Beträge. Der Tagesgeldsatz pendelte sich bei mäßigen Schwankungen etwa 10 bis 15 Basispunkte über dem Tendersatz ein.

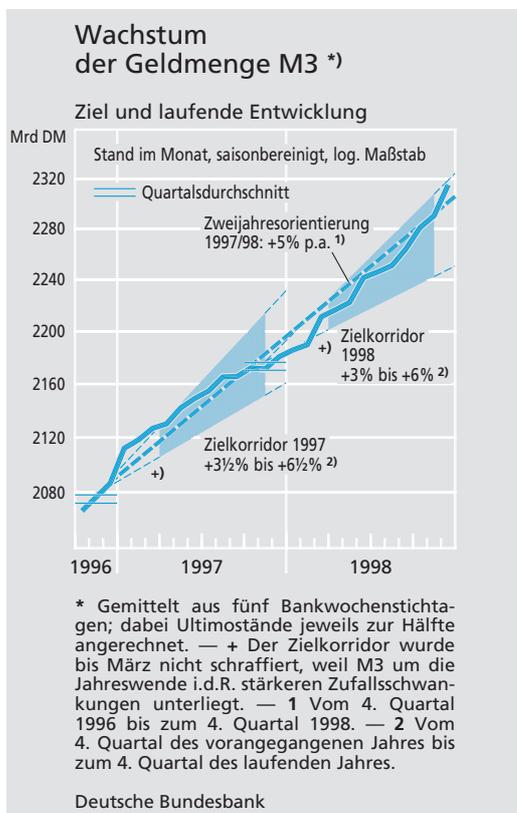
Monetäre
Entwicklung ...

Die Terminalsätze sind über die Jahreswende deutlich gesunken; die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zeigte zuletzt einen leicht inversen Verlauf, was auf Zinssenkungserwartungen



der Marktteilnehmer schließen läßt. Das geldpolitische Umfeld legt freilich eine Zinspolitik der ruhigen Hand nahe. Die Preisperspektiven im Euro-Währungsgebiet insgesamt sind nach wie vor günstig. Hier sind – wie erwähnt – für die nahe Zukunft weder inflationäre noch deflationäre Tendenzen auszumachen. Das Wachstum der Geldmenge M3 entspricht den Zielvorstellungen des Eurosystems. Im Dezember 1998 war die weit de-

... in der EWU



finierte Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet um 4,5 % höher als im Dezember 1997, im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember ist sie binnen Jahresfrist um 4,7 % gestiegen. Diese Rate entspricht praktisch dem Referenzwert von 4½ %, den der EZB-Rat als mit dem Ziel der Geldwertstabilität vereinbar erachtet. Angesichts der recht gedämpften Preis- und Wirtschaftsentwicklung in der EWU erscheint die derzeitige Geldversorgung richtig bemessen, sie steht einer Überwindung der Konjunkturabschwächung nicht im Weg.

Dies gilt auch für die Liquiditätslage in Deutschland, wo sich die monetäre Expansion gegen Ende vorigen Jahres deutlich verstärkt hat, sich aber in dem von der Bundesbank angestrebten Rahmen hielt. Im Dezember über-

traf die Geldmenge M3¹⁾ ihren Durchschnittsstand vom vierten Quartal 1997 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 5,9%. Im gesamten vierten Quartal 1998 war sie um 5,6% höher als im vierten Quartal 1997. Vom vierten Quartal 1996 bis zum vierten Quartal 1998 ist sie mit einer Jahresrate von 5,1% gestiegen. Damit wurde sowohl das Geldmengenziel 1998 von 3% bis 6% erreicht als auch die Geldmengenorientierung 1997/98, nach der die Geldmenge im Verlauf dieser beiden Jahre mit einer Rate von jeweils etwa 5% wachsen sollte. Zu der verstärkten Geldmengenexpansion in Deutschland trug neben einer geringen Geldkapitalbildung insbesondere eine lebhaftere Kreditgewährung bei, die allerdings teilweise Sondereinflüssen unterlag – wie zum Beispiel steuerrechtlichen Änderungen für Investitionen in Ostdeutschland – und insoweit nicht als Tendenzwende zu interpretieren ist.

Die Kapitalmarktzinsen sind bis Ende Januar auf neue historische Tiefstände gefallen. Danach zogen sie wieder leicht an. Zuletzt lag die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte bei etwa 3¾%. In den anderen Ländern der EWU waren die langfristigen Zinsen kaum höher. Der Zinsrückgang wurde sowohl von den sich mehrenden Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung als auch von der koordinierten Zinssenkung der EWU-Notenbanken im Dezember gefördert. Im Zusammenhang mit der Krise in Brasilien kamen Unsicherheiten im internationalen Finanzsystem hinzu, die

*Kapitalmarkt-
entwicklung*

*... und in
Deutschland*

1 Die bis Ende 1998 für Deutschland ermittelte Geldmenge M3 ist etwas enger abgegrenzt als das gleichlautende Euro-Aggregat. Insbesondere enthält sie nicht die Geldmarktfondsanteile.

einen erneuten Drang in „sichere Häfen“ auslösten. Angesichts der unterschiedlichen Konjunktorentwicklung war der Zinsrückgang in der EWU stärker als in den USA; der Zinsvorsprung des amerikanischen Kapitalmarkts hat sich auf über einen Prozentpunkt ausgeweitet.

Die über das gesamte Laufzeitspektrum niedrigen Nominalzinsen sind eine Stütze für Wachstum und Beschäftigung. Auch in realer Rechnung sind die Zinsen relativ niedrig. Bereinigt man die für Investitionsentscheidungen wichtigen Kapitalmarktzinsen um den laufenden Preisanstieg auf Konsumentenebene, liegt der so ermittelte „statistische“

Realzins mit etwa 3 % mehr als einen Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre. Legt man dieser Rechnung nicht die aktuelle Preissteigerung zugrunde, sondern die für das in die Zukunft gerichtete Investitionskalkül wichtigeren langfristigen Inflationserwartungen, wie sie in Umfragen bei Marktteilnehmern ermittelt werden, so beträgt der so errechnete und aussagekräftigere „erwartete“ Realzins rund 2 %. Derart niedrige Kapitalmarktzinsen schaffen auf der Finanzierungsseite zweifellos vorteilhafte Investitionsbedingungen. Sie sind allerdings kein Ersatz für günstige Ertragsperspektiven und Planungssicherheit.