

Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 1998

Überblick

Wirtschaftslage

Die deutsche Wirtschaft ist im Sommer wieder kräftiger gewachsen, nachdem sie im Frühjahr vorübergehend stagniert hatte. Das reale Bruttoinlandsprodukt war saison- und kalenderbereinigt im dritten Quartal um knapp 1% höher als im vorangegangenen Vierteljahr. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum ist die gesamtwirtschaftliche Produktion – ebenso wie im gesamten ersten Halbjahr 1998 – um etwa 2¾% gestiegen. Die nunmehr gut zwei Jahre anhaltende wirtschaftliche Aufwärtsbewegung hat sich damit fortgesetzt.

Wirtschaftswachstum

Zugleich ist aber nicht zu übersehen, daß sich das Stimmungsbild insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe seit dem Spätsommer deutlich eingetrübt hat. Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage und die Geschäftserwartungen für die nächsten Monate haben sich nach den Umfragen des ifo Instituts verschlechtert. Während sich die deutsche Wirtschaft bis ins Jahr 1998 hinein von den Belastungen aus den Krisenregionen in der Welt weitgehend abkoppeln konnte, haben nun die weltweiten Wachstumseinbußen auch die Nachfrage nach deutschen Produkten beeinträchtigt. Verstärkt durch Unsicherheiten über die künftige Kosten- und Steuerbelastung im Inland haben damit auch retardierende Kräfte an Boden gewonnen. So war der Auftragseingang bei der Industrie in den Monaten Juli bis Oktober saisonbereinigt etwas niedriger als im Frühjahr und nur noch geringfügig höher als vor Jahresfrist.

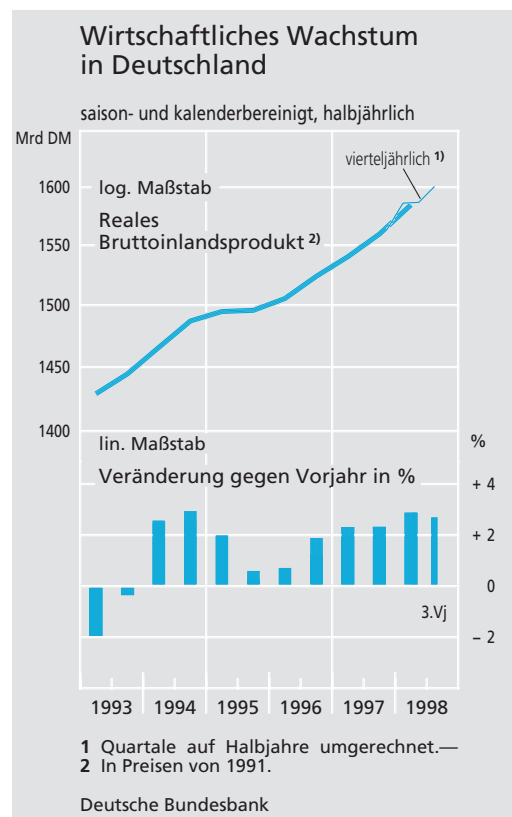
Stimmungslage

*Entwicklung
der Industrie-
zweige*

Darüber hinaus bestehen zwischen den einzelnen Branchen große Unterschiede in der Wirtschaftsaktivität. Das Wachstum der Industrieproduktion wurde zu einem großen Teil von der Automobilnachfrage getragen. Gerade die neu angebotenen deutschen Modelle gelten offensichtlich bei in- und ausländischen Interessenten vom Preis und von der Ausstattung her als attraktiv. Dagegen haben so wichtige Industriezweige wie der Maschinenbau und die Chemische Industrie zuletzt erhebliche Einbußen – insbesondere im Auslandsgeschäft – hinnehmen müssen, so daß deren Produktion zum Herbstbeginn spürbar zurückging.

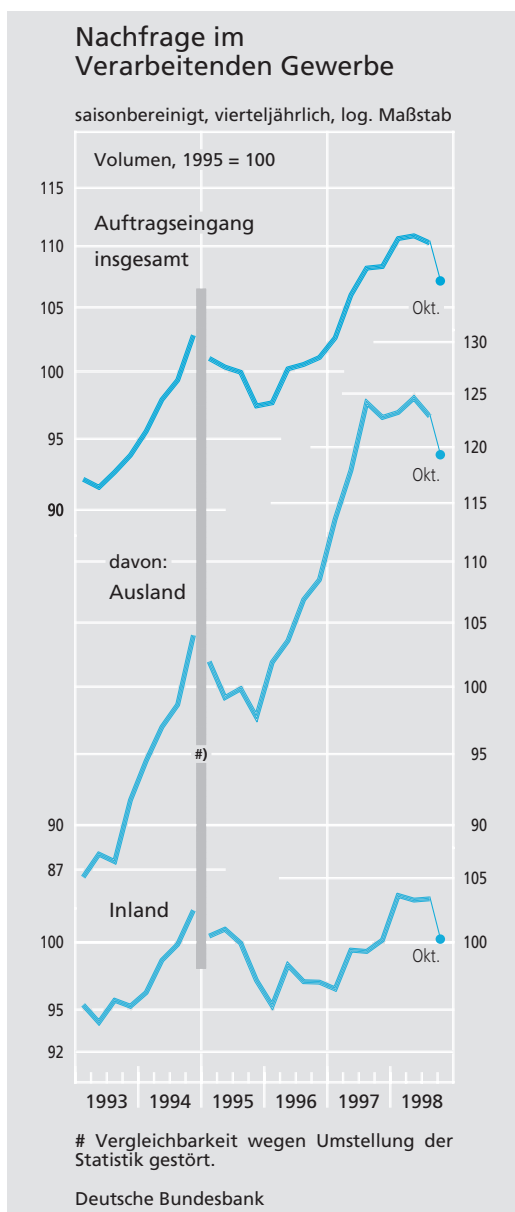
*Auslands-
geschäft*

Insgesamt betrachtet sind die bisher konjunkturstützenden außenwirtschaftlichen Impulse schwächer geworden. Die Warenexporte sind im dritten Quartal nach einer langen Expansionsphase erstmals wieder zurückgegangen. Auch beim Auftragseingang aus dem Ausland zeigen sich deutlich konjunkturelle Bremsspurten. Ausschlaggebend hierfür dürfte die Eintrübung der internationalen Wachstumsperspektiven gewesen sein. Wichtige internationale Organisationen wie der IWF und die OECD haben ihre Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum in den Jahren 1998 und 1999 deutlich nach unten korrigiert. Zwar sind die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten abgeflaut; an zahlreichen Devisen- und Wertpapierbörsen haben sich die Kurse wieder kräftig erholt. Dennoch sind die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Krisen in mehreren Teilen der Welt wohl noch nicht überwunden.



Insbesondere in Japan ist trotz einer Reihe von Reformansätzen bisher noch keine Wende zum Besseren zu erkennen. In Rußland hat sich die wirtschaftliche Lage eher weiter verschlechtert. In Lateinamerika hat das bereitgestellte Hilfspaket für Brasilien zu einer Beruhigung der Situation beigetragen. Die Gefahr der Ansteckung ist aber noch nicht voll gebannt. Eine entschlossene Umsetzung der Sanierungsprogramme ist erforderlich, um das Vertrauen der Finanzmärkte in die Wirtschaft der betroffenen Länder zurückzugewinnen und zu erhalten. Finanzielle Hilfen allein können die teilweise tief sitzenden strukturellen Probleme in den Krisenländern nicht lösen. Sie müssen durch eine stabilitätsorientierte Geld- und Finanzpolitik sowie ein überzeugendes Strukturanpassungsprogramm ergänzt und fundiert werden. Einige

*Entwicklung in
den Krisen-
regionen*



Länder wie Thailand und Südkorea haben hierbei schon bemerkenswerte Fortschritte gemacht. Die erfreulichen Marktreaktionen darauf, wie niedrigere Zinsen und eine Korrektur der übermäßigen Abwertung ihrer Währungen, sollten auch für andere Länder ein Anreiz sein, den zweifellos schmerzhaften, aber unvermeidlichen Anpassungsprozess forciert anzugehen.

Den ausklingenden außenwirtschaftlichen Impulsen in Deutschland stand in den Sommermonaten eine Verstärkung der binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte gegenüber. Allerdings ist die in Gang gekommene Verlagerung vom Export auf die Binnennachfrage wohl noch nicht dauerhaft gesichert. Die Bestellungen aus dem Inland beim Verarbeitenden Gewerbe sind im Berichtszeitraum, saisonbereinigt betrachtet, nicht mehr gestiegen.

*Binnen-
nachfrage*

Die Ausrüstungsinvestitionen haben von Juli bis September saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal – nach einem vorübergehenden Rückgang – zwar wieder deutlich zugenommen. Die Investitionsbereitschaft war aber zuletzt gleichwohl eher moderat. Die Auslastung der Kapazitäten in der westdeutschen Industrie ist nach den Umfragen des ifo Instituts nach wie vor hoch; sie ist jedoch seit Ende 1997 nicht mehr gestiegen, sondern sogar leicht zurückgegangen. Außerdem scheinen die im internationalen Bereich liegenden, aber auch die „hausgemachten“ Unsicherheiten teilweise dämpfend zu wirken. Dagegen bilden die relativ gute Gewinnsituation der Unternehmen und die niedrigen Zinsen weiterhin ein günstiges Umfeld für Investitionen.

*Ausrüstungs-
investitionen*

Im Gegensatz zur sich abzeichnenden Abflachung der Wirtschaftsaktivität im Verarbeitenden Gewerbe zeigten sich in der Bauwirtschaft Besserungstendenzen, und zwar in praktisch allen drei großen Bereichen, nämlich dem gewerblichen und öffentlichen Bau sowie – allerdings mit gewissen Einschränkungen – dem Wohnungsbau. Die Auftrags-
einträge haben hier im bisherigen Jahresver-

Bauwirtschaft

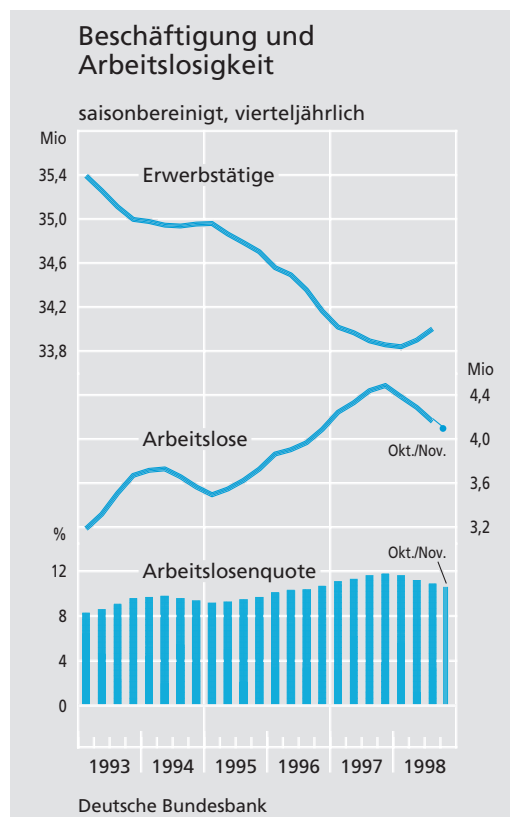
lauf, saisonbereinigt betrachtet, deutlich zugelegt. Nach einem längeren Schrumpfungsprozeß dürfte nun die Talsohle erreicht sein; eine eindeutige Aufwärtsbewegung ist aber bislang noch nicht zustande gekommen.

*Privater
Verbrauch*

Positive Impulse auf die Konjunktur gingen auch vom Privaten Verbrauch aus; er hat in den Sommermonaten spürbar zugenommen. Ausschlaggebend hierfür waren die höhere Beschäftigung, der kräftiger als im Vorjahr ausgefallene Lohn- und Gehaltsanstieg sowie nicht zuletzt die weitgehend erreichte Preisstabilität, die dafür sorgte, daß die nominalen Einkommensverbesserungen praktisch im gleichen Umfang die reale Kaufkraft erhöhten. Die Ausweitung des Konsums ging noch etwas über den von der Einkommensexpansion gesteckten Rahmen hinaus. Sie wurde – wenn auch zu einem geringen Teil – durch einen Rückgang des privaten Sparaufkommens „mitfinanziert“. Dies dokumentiert möglicherweise ein gestiegenes Vertrauen, das mit der höheren Wirtschaftsaktivität in diesem Jahr einhergeht; es macht aber auch die Grenzen des Verbrauchsanstiegs deutlich, zumal die private Sparquote mit 11 ¾ % des Verfügbaren Einkommens mittlerweile für Deutschland ein historisch niedriges Niveau erreicht hat.

Arbeitsmarkt

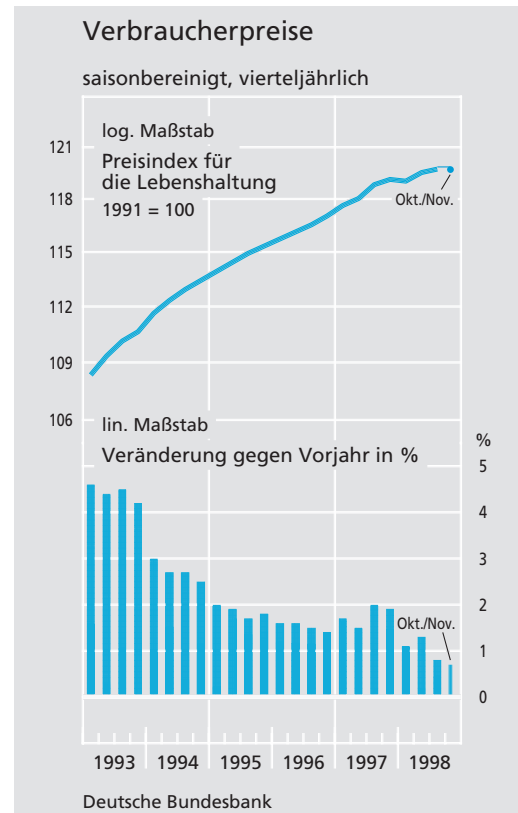
Trotz der jüngsten konjunkturellen Eintrübung und der gestiegenen weltwirtschaftlichen Risiken für die Unternehmen hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verbessert. Die Beschäftigung ist von Juni bis September saisonbereinigt um 95 000 Personen gestiegen; die Zahl der Erwerbstätigen war damit um 175 000 höher als ein Jahr zuvor.



Gleichzeitig ging die Zahl der Arbeitslosen deutlich zurück (von Ende Juni bis Ende November saisonbereinigt um 145 000 und im Vorjahresvergleich um 375 000). Insbesondere in Westdeutschland spiegelt dies vor allem die Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion wider. Nach den umfangreichen Entlassungen in den Vorjahren und den vielerorts ausgeschöpften Flexibilitätsspielräumen haben zahlreiche Unternehmen offensichtlich keine größeren Personalreserven mehr, um die auf ein höheres Niveau gestiegene Wirtschaftsaktivität bewältigen zu können. In Ostdeutschland spielte dagegen die Ausweitung der arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen die entscheidende Rolle. Dabei wurden auch die Lehrgänge zur beruflichen Weiterbildung verstärkt in Anspruch genommen.

Die Arbeitslosenquote, also das Verhältnis der Zahl der Arbeitslosen zur Zahl der Erwerbspersonen, ist in Deutschland mit 10 ½ % weiter ausgesprochen hoch. Zahlreiche Forschungsinstitutionen sowie internationale Organisationen wie der IWF und die OECD haben immer wieder darauf hingewiesen, daß der weit überwiegende Teil der Arbeitslosigkeit in Deutschland (und anderen kontinentaleuropäischen Ländern) auf strukturelle Faktoren zurückzuführen ist. Im einzelnen wurden das relativ hohe Lohnniveau und die mangelnde Lohndifferenzierung, die im internationalen Vergleich überdurchschnittliche Belastung mit Abgaben, falsche Anreize im Sozialversicherungssystem sowie zahlreiche Rigiditäten auf den Arbeits- und Gütermärkten genannt.

Zwar ist nach mehreren Jahren der Lohnzurückhaltung und der Bereitschaft zu einer größeren Flexibilität beim Arbeitseinsatz mittlerweile eine Verbesserung der den Arbeitsmarkt beeinflussenden Fundamentalfaktoren erreicht worden. Dies zeigt auch der Rückgang der Arbeitslosenzahlen. Es bedarf aber eines langen Atems, um die erzielten Fortschritte längerfristig abzusichern und weitere Beschäftigungschancen zu eröffnen. Den Tarifpartnern kommt hier eine besondere Verantwortung zu. Um neue, sich am Markt behauptende Arbeitsplätze zu schaffen und damit die Zahl der Arbeitslosen dauerhaft zu reduzieren, sollte der im wesentlichen durch den Produktivitätsanstieg vorgegebene reale Verteilungsspielraum in keinem Fall überschritten werden. Vielmehr wäre es empfehlenswert, etwas dahinter zurückzubleiben, damit für die Unternehmen neue Beschäfti-



gungsanreize entstehen. Der Staat könnte darüber hinaus zu mehr Investitionen und Neueinstellungen beitragen, wenn er den Unternehmen eine verlässliche Perspektive für eine baldige spürbare Senkung der Steuer- und Gesamtabgabenbelastung böte.

Mit dem faktischen Erreichen der Preisstabilität ist eine wichtige Voraussetzung für ein angemessenes und dauerhaftes Wirtschaftswachstum erfüllt. Die Verbraucherpreise waren im November lediglich um 0,7 % höher als ein Jahr zuvor. Allerdings spielten bei dieser niedrigen Preissteigerungsrate der weltweite, drastische Rückgang der Rohstoff- und Energiepreise sowie das große Angebot an Nahrungsmitteln eine Rolle. Klammert man beide Faktoren aus, so liegt die Inflationsrate bei etwas über 1%. Auch unter Be-

*Preis-
entwicklung*

rücksichtigung der statistischen Meßprobleme bei der Erfassung der Preissteigerungen kann damit nicht von einer deflatorischen Entwicklung gesprochen werden. Darüber hinaus wird die für das Frühjahr 1999 geplante Anhebung der Energiesteuern die Lebenshaltung um etwa einen halben Prozentpunkt verteuern.

Für die Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion kommt es nun darauf an, den erreichten, hohen Grad an Preisstabilität zu sichern. Die Startposition für die EWU ist unter geldpolitischen Gesichtspunkten ausgesprochen günstig. Mit einem Jahresanstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von 1% im Oktober liegt die unionsweite Preissteigerungsrate in dem Bereich, der dem Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank entspricht (Anstieg des HVPI von unter 2%). Aus heutiger Sicht sind weder deflatorische noch inflatorische Risiken zu erkennen.

Finanz- und Geldpolitik

*Haushaltslage
im dritten
Quartal*

Das Haushaltsdefizit der Gebietskörperschaften ist im dritten Quartal 1998 mit 23 Mrd DM etwas höher ausgefallen als in der vergleichbaren Vorjahrszeit (21 ½ Mrd DM). Allerdings ist dies vor allem auf den Rückgang der Privatisierungserlöse zurückzuführen, die im Vorjahr besonders hoch gewesen waren. Die Steuereinnahmen sind insbesondere infolge der verbesserten Ertragslage der Unternehmen kräftig gestiegen. Die Ausgaben erhöhten sich – trotz einiger Sonderbelastungen im Bundeshaushalt – insgesamt eher moderat.

Im gesamten Jahr 1998 dürften die Defizite der Gebietskörperschaften beträchtlich zurückgehen (um etwa 25 Mrd DM auf unter 70 Mrd DM). Zwar tragen hierzu in starkem Maße Beteiligungsveräußerungen und der ungewöhnlich hohe Bundesbankgewinn bei. Doch auch wenn solche finanziellen Transaktionen ausgeklammert werden (wie es in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und damit in der Abgrenzung des Staatsdefizits nach dem Maastrichter Vertrag vorgesehen ist), bleibt noch eine Verbesserung. Nach der jüngsten Steuerschätzung vom November dürften 1998 die Steuereinnahmen insgesamt um knapp 4% steigen. Mit dem allmählichen Rückgang der steuerlichen Ausfälle aufgrund der Investitionsförderung in Ostdeutschland scheint die Erosion der Steuerbemessungsgrundlage an Bedeutung zu verlieren, so daß die Steuerschätzungen nun wieder auf einem solideren Fundament stehen. Eine relativ niedrige Zunahme der Zins- und Personalausgaben sowie geringere Belastungen infolge rückläufiger Arbeitslosenzahlen dämpfen auf der anderen Seite das Wachstum der Gesamtausgaben. Insgesamt wird die Defizitquote in der „Maastricht-Abgrenzung“ 1998 weiter deutlich zurückgehen.

*Staatsdefizit
im gesamten
Jahr 1998*

Aller Voraussicht nach werden sich 1999 die Haushaltsdefizite wieder vergrößern, weil die Privatisierungserlöse und der Bundesbankgewinn erheblich niedriger ausfallen. Die Steuereinnahmen dürften aber kräftig weiterwachsen, und der Anstieg der Staatsausgaben soll nach den bisher vorliegenden Absichtserklärungen und Haushaltsplanungen eng begrenzt bleiben. In der Abgrenzung der VGR

*Aussichten
für 1999*

*Das neue
Regierungs-
programm*

ist damit ein weiterer Rückgang der Defizitquote wahrscheinlich.

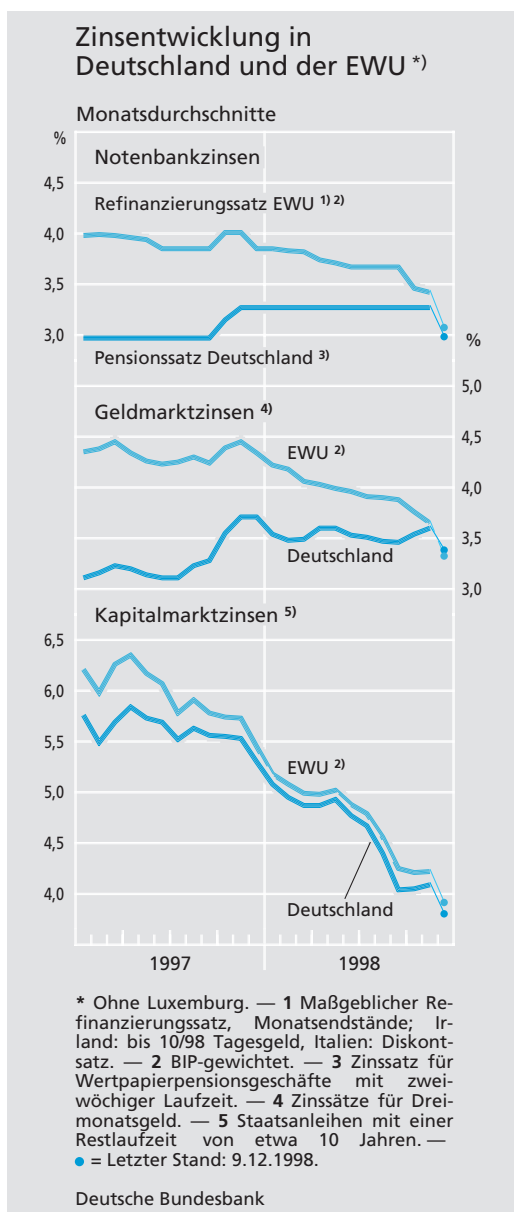
Einen Schwerpunkt der von der neuen Bundesregierung in Aussicht genommenen finanzpolitischen Vorhaben bildet die Reform der Einkommensbesteuerung. Nach der Koalitionsvereinbarung soll sie in den nächsten drei Jahren weitgehend defizitneutral sein; erst im Jahr 2002 ist eine steuerliche Nettoentlastung um 15 Mrd DM vorgesehen. Wichtigstes Ziel des vorgeschlagenen Maßnahmenbündels ist die Reduzierung der Arbeitslosigkeit. Dazu soll mit Hilfe steuerlicher Erleichterungen und der Erhöhung des Kindergeldes die Kaufkraft vor allem der unteren Einkommensbezieher gestärkt werden. Von der daraus resultierenden höheren Konsumnachfrage erwartet die Bundesregierung konjunkturelle Anstoßwirkungen, in deren Gefolge auch die Unternehmensinvestitionen und die gesamtwirtschaftliche Produktion stärker zunehmen sollen.

Die Struktur des geplanten Steuerpakets wird auf S. 41 ff. beschrieben. Bezogen auf das Endjahr 2002 sind nach dem bisherigen Gesetzentwurf insgesamt Bruttoentlastungen – hauptsächlich durch die Reduzierung der tariflichen Steuersätze – in Höhe von 57 Mrd DM vorgesehen. Gleichzeitig soll die Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlage Mehreinnahmen von ungefähr 42 Mrd DM erbringen. Während die Erleichterungen überwiegend den privaten Haushalten zugute kommen, konzentriert sich die Gegenfinanzierung auf die Unternehmen, so daß in diesem Sektor trotz der Steuersatzsenkungen eine zusätzliche Nettobelastung entsteht. So

wichtig eine ausreichende Nachfrage für die Vollausslastung der Kapazitäten und die Erweiterungsinvestitionen der Unternehmen ist, so bedeutsam sind angesichts der Globalisierung von Investitionsentscheidungen auch hinreichend attraktive Standortbedingungen. Im internationalen Vergleich ist die Abgabenbelastung für Unternehmen in Deutschland nach wie vor relativ hoch. Allein dies sollte schon ein Anreiz sein, im Interesse einer größeren Investitionsneigung eine baldige und substantielle steuerliche Nettoentlastung der Unternehmen zu erreichen. Anfang Dezember wurde in den Gesprächen über ein Bündnis für Arbeit ein Vorziehen der Unternehmenssteuerreform auf das Jahr 2000 in Aussicht genommen.

Die Bundesbank setzte ihre Zinspolitik der ruhigen Hand in den Herbstmonaten fort. Sie ließ ihre Zinsen zunächst unverändert. Anfang Dezember reduzierte sie dann den Festsatz für die in diesem Monat noch abzuschließenden und weiter als Mengentender ausgeschrieben Wertpapierpensionsgeschäfte von 3,3 % auf 3,0 %. Den Diskontsatz und den Lombardsatz beließ sie bei 2 ½ % beziehungsweise 4 ½ %. Die Zinssenkung erfolgte in Abstimmung mit den anderen Zentralbanken der künftigen Europäischen Währungsunion, die ihre Schlüsselzinssätze gleichzeitig herabsetzten, und zwar – von Italien abgesehen – ebenfalls auf 3,0 %. Diesem koordinierten Zinsschritt war eine weitgehende Angleichung der Notenbankzinsen in den künftigen EWU-Ländern am unteren Ende ihres Spektrums vorausgegangen. Nach den erheblichen Fortschritten im Konvergenzprozeß stellte sich verstärkt die Frage nach der ange-

*Koordinierte
Zinssenkung im
Dezember*



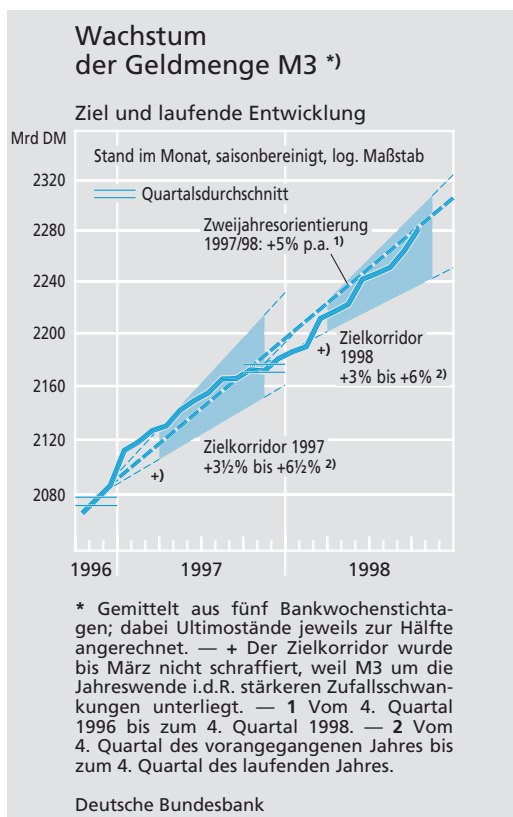
messenen Höhe des Zinsniveaus beim Eintritt in die Währungsunion Anfang 1999. Eine umfassende Einschätzung der Lage und der Perspektiven in der EWU führte zu dem Ergebnis, daß eine weitere Zinssenkung angezeigt war, die auch die „Niedrigzinsländer“ einbeziehen und das durchschnittliche Niveau der Geldmarktleitzinsen bis zum Eintritt in die Währungsunion auf 3 % herunterschleusen sollte.

Die Zinsmaßnahme der Bundesbank ist der deutsche Beitrag zu dieser koordinierten Aktion, die den Zinshorizont auf absehbare Zeit klärt und der Europäischen Zentralbank den Start erleichtern wird. Die Zinssenkung ist mit der monetären Lage und dem geldpolitischen Umfeld sowohl in der EWU insgesamt als auch in Deutschland vereinbar. Der EZB-Rat hat Anfang Dezember den ersten Referenzwert für die mit Preisstabilität zu vereinbarende Geldmengenausweitung im Euroraum auf eine Zuwachsrate der breit definierten Geldmenge M3¹⁾ von 4 ½ % festgelegt. Die aktuellen Geldmengenzahlen für die EWU sind zwar noch mit Unsicherheiten behaftet. Doch weisen sie auf eine monetäre Entwicklung hin, die im Einklang mit diesem Referenzwert steht.

Monetäre Lage

In Deutschland bewegt sich die Geldmenge weiterhin im diesjährigen Zielkorridor von 3 % bis 6 %. Im Oktober übertraf sie ihren Durchschnittsstand vom vierten Quartal 1997 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 5,3 %; seit dem vierten Quartal 1996 ist sie mit einer Jahresrate von 5,0 % gestiegen. In den Herbstmonaten hat sich ihr Wachstum zwar etwas verstärkt. Der Grund hierfür ist aber nicht eine insgesamt lebhaftere Kreditexpansion, sondern ein Versiegen der Geldkapitalbildung aufgrund der niedrigen Zinsen,

1 M3 umfaßt den Bargeldumlauf zuzüglich bestimmter Verbindlichkeiten der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Monetären Finanzinstitute (MFIs) und – im Fall von Einlagen – die Verbindlichkeiten einiger zum Zentralstaat gehörender Institute (beispielsweise der Post- und Schatzämter). Bei diesen in M3 enthaltenen Verbindlichkeiten handelt es sich um: Täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, Repogeschäfte, Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (netto).



der abgeflachten Zinsstruktur und der zeitweiligen Zinsunsicherheiten am Kapitalmarkt. Insofern dürfte das etwas kräftigere Geldmengenwachstum keine künftigen Inflationsgefahren in sich bergen.

Die Zinssenkung entspricht auch der gesamtwirtschaftlichen Lage. Zum einen wurde sowohl in der EWU insgesamt als auch in Deutschland praktisch Preisstabilität erreicht. Eine Gefährdung dieses Erfolges ist nicht in Sicht. Zum anderen ist das internationale Umfeld weiterhin durch erhebliche Unsicherheiten und Risiken belastet. Die koordinierte Zinssenkung der EWU-Notenbanken soll dazu beitragen, dem aufkommenden Pessimismus im Unternehmensbereich zu begegnen und die Unsicherheiten an den Finanzmärkten weiter zu verringern.

Durch die Zinssenkung werden die schon seit längerem günstigen monetären Bedingungen weiter verbessert. In den letzten Monaten sind die Kapitalmarktzinsen auf neue historische Tiefstände gefallen. In noch stärkerem Maße als für Deutschland gilt dies für viele andere EWU-Länder, die noch nie in der Nachkriegsgeschichte ähnlich niedrige Zinsen verzeichnen konnten. Die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte ging in Deutschland bis Mitte Dezember unter Schwankungen auf unter $3\frac{3}{4}\%$ zurück. Auch die Realzinsen sind derzeit unabhängig von der konkreten Meßmethode als recht niedrig einzuschätzen. Im Einklang mit der Entwicklung der Kapitalmarktrenditen sind die Effektivzinsen für langfristige Festzinskredite ebenfalls auf neue Tiefpunkte gefallen. So kosteten Hypothekarkredite auf Wohngrundstücke im November bei einer Zinsbindungsfrist von fünf und zehn Jahren nur noch 5% beziehungsweise $5\frac{1}{2}\%$.

*Günstige
monetäre
Bedingungen*

Der seit längerem anhaltende Zinsrückgang ist ein Spiegelbild der günstigen Stabilitätsperspektiven. Zuletzt erhielt er auch von der koordinierten Zinssenkung der EWU-Notenbanken Impulse. Vor allem aber schlägt sich in der Entwicklung von Zinsniveau und Zinsstruktur am deutschen Kapitalmarkt in hohem Maße die Globalisierung der Finanzmärkte nieder. So wurde der Zinsrückgang bis zum September durch umfangreiche Kapitalzuflüsse aus dem Ausland gefördert, die eine sichere und liquide Anlage suchten. Als sich anschließend die Lage an den internationalen Finanzmärkten und in einigen Krisenregionen beruhigte, zogen Ausländer wieder Gelder vom deutschen Kapitalmarkt ab.

*Kapitalmarkt-
entwicklung*

*Gesamtwirtschaftliche
Situation*

Mit dem Abflauen der Turbulenzen an den internationalen Finanzplätzen nahm auch am deutschen Rentenmarkt die Zinsunsicherheit ab. Gleichzeitig bildeten sich die zuvor teilweise kräftig gestiegenen Risikoprämien für DM-Auslandsanleihen wieder etwas zurück. Auch der Renditenvorsprung von Bankschuldverschreibungen gegenüber Bundesanleihen, der mit Ausbruch der Finanzmarktkrisen deutlich zugenommen hatte, verringerte sich. Sein Anstieg dürfte freilich nicht so sehr auf eine skeptischere Bewertung der mit Bankschuldverschreibungen verbundenen Ausfallrisiken zurückzuführen sein, sondern einen beträchtlichen Liquiditätsbonus der Bundes-

anleihen widerspiegeln. Diese eignen sich aufgrund ihrer großen Emissionsvolumina und des sehr liquiden Terminmarktes in „Bundkontrakten“ besonders gut zum vorübergehenden „Parken“ von Anlagemitteln. Insofern ist die Ausweitung des Renditen-spreads zwischen Bankschuldverschreibungen und Bundesanleihen kein Indiz für eine Verschlechterung der Kreditkonditionen oder gar eine „Kreditklemme“ in Deutschland. Auch die weiterhin stabile Kreditgewährung der Banken deutet nicht darauf hin. Die monetären Bedingungen stehen einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung nicht entgegen.