

Die Wirtschaftslage in Deutschland im Sommer 1997

Überblick

Wirtschaftslage

Die wirtschaftliche Aufwärtsbewegung in Deutschland hat in den Frühjahrsmonaten von 1997 an Schwung gewonnen. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist im zweiten Quartal, saison- und kalenderbereinigt betrachtet, gegenüber dem ersten Vierteljahr um 1% gestiegen; es war damit – ebenfalls nach Ausschaltung der unterschiedlichen Zahl der Arbeitstage – um 2% höher als im Jahr zuvor. Die ersten, über das Frühjahrsquartal hinausgehenden Daten – wie für die Produktion und den Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes im Juli – deuten zudem auf eine Fortsetzung des kräftigen Wirtschaftswachstums hin. Bei der Beurteilung der aktuellen Geschäftslage überwogen nach den Umfragen des ifo Instituts erstmals seit Herbst 1995 wieder die positiven Meldungen, und auch die Produktionserwartungen wurden in einem günstigeren Licht gesehen.

Wirtschaftswachstum

Getragen wird der wirtschaftliche Aufschwung weiterhin vor allem von den Exporten. Seit Anfang 1996 sind sie von Quartal zu Quartal kräftig gestiegen; im zweiten Vierteljahr 1997 waren sie real um knapp 14% höher als im Jahr zuvor. Die Einfuhren haben mit dieser Dynamik nicht mitgehalten, so daß es in der Leistungsbilanz insgesamt zu einem bemerkenswerten Umschwung kam. Erstmals seit der Wiedervereinigung erzielte Deutschland saisonbereinigt wieder einen – wenn auch nur geringfügigen – Überschuß im Leistungsverkehr mit dem Ausland, nachdem in den sechs Jahren zuvor regelmäßig Defizite von teilweise beträchtlicher Größenordnung entstanden waren.

Leistungsbilanz

Exporte

Die anhaltende Dynamik des Auslandsgeschäfts hängt grobenteils damit zusammen, daß sich auf wichtigen Absatzmärkten der deutschen Exportindustrie die Wachstumstendenzen fortgesetzt oder sogar verstärkt haben. Bei knapper werdenden Kapazitätsreserven hat dort die Nachfrage nach Importprodukten generell zugenommen. Darüber hinaus haben die deutschen Anbieter offensichtlich in diesem Jahr Marktanteile zurückgewonnen, die sie zuvor verloren hatten. Jedenfalls sind die Ausfuhren Deutschlands weit stärker gestiegen als der reale Welthandel, dessen Zunahme von den wichtigsten internationalen Organisationen für das Jahr 1997 auf etwa 7 % bis 8 % geschätzt wird. Dies spricht dafür, daß deutsche Industriegüter sowohl vom Preis als auch von der Qualität her wettbewerbsfähig sind. Die hohen Direktinvestitionen im Ausland mögen zu diesen Absatzerfolgen beigetragen haben, insbesondere soweit mit ihnen neue Märkte erschlossen wurden. Ausschlaggebend dürfte aber gewesen sein, daß die letzten Lohnabschlüsse insgesamt maßvoll geblieben sind, die Unternehmen im Inland beträchtliche Rationalisierungsanstrengungen unternommen haben und daß die Wirkung der dadurch erzielten Kostensenkungen von außen durch die Aufwertung wichtiger Währungen wie vor allem des US-Dollar verstärkt wurde.

DM-Außenwert

Der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen der 18 wichtigsten Industrieländer ist bis Anfang August kräftig zurückgegangen; er lag damit in etwa auf dem Niveau von Ende der achtziger Jahre. Die D-Mark hat in den Sommermonaten auf den Devisenmärkten wohl mehr an Boden verlo-

ren, als es durch die derzeitigen ökonomischen Fundamentalfaktoren gerechtfertigt gewesen wäre. Einerseits haben zahlreiche Unternehmen die dadurch zweifellos gegebene Unterstützung für das Auslandsgeschäft begrüßt. Andererseits hat sich insbesondere durch die Dollaraufwertung die Gefahr von Inflationsimporten, nicht zuletzt über die Verteuerung der eingeführten Energie, erhöht. Im Verlauf des August haben sich am Devisenmarkt zwar wieder positivere Bewertungen durchgesetzt; vorangegangene Übersteigerungen wurden teilweise korrigiert. Gleichwohl verblieb aber im bisherigen Verlauf des Jahres 1997 bis zum Abschluß dieses Berichts im gewogenen Mittel eine reale DM-Abwertung in Höhe von gut 4 ½ %.

Zusätzlich zum Auslandsgeschäft hat sich mittlerweile auch die Inlandsnachfrage belebt. Seit Jahresanfang ist der Auftragseingang beim Verarbeitenden Gewerbe aus dem Inland kontinuierlich gestiegen, wobei vor allem Vorleistungsprodukte stärker geordert wurden. Insgesamt steht der wirtschaftliche Aufschwung nun auf einer breiteren Basis, auch wenn die Dynamik auf den Inlandsmärkten noch nicht besonders ausgeprägt ist.

Vor allem der Private Verbrauch hat sich in den Frühjahrsmonaten belebt; in realer Rechnung war er im zweiten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 1 ½ % höher als in den ersten drei Monaten dieses Jahres. Es bleibt aber abzuwarten, ob dies schon eine dauerhafte Wende zum Besseren darstellt. Der finanzielle Spielraum der privaten Haushalte für zusätzliche Verbrauchsausgaben blieb jedenfalls gering, wobei insbesondere eine

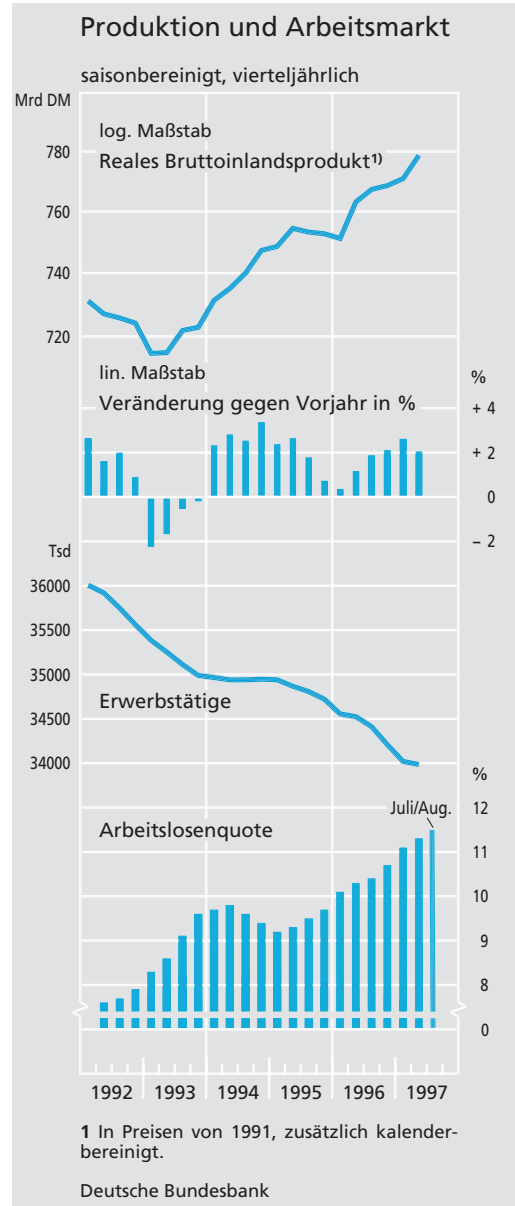
Inlandsnachfrage

Privater Verbrauch

Rolle spielte, daß die Zahl der Beschäftigten bis zuletzt – wenn auch in vermindertem Umfang – zurückging. Im Ergebnis ist im zweiten Quartal der erhöhte Private Verbrauch durch einen Rückgang der Ersparnisbildung „mitfinanziert“ worden. Entscheidend für eine auch längerfristige Erholung des Konsums ist das Anziehen der Investitionen im Inland, durch die zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen werden, die dann ihrerseits das verfügbare Einkommen erhöhen.

Investitionen

Bislang zeigten sich allerdings bei den Investitionen keine durchgreifenden Besserungstendenzen. Die bestehenden technischen Kapazitäten reichen offensichtlich trotz ihrer spürbaren Höherauslastung aus, die gestiegene Nachfrage zu befriedigen. Insbesondere in Ostdeutschland sind – nicht zuletzt aufgrund der großzügigen staatlichen Förderung – umfangreiche Produktionsanlagen geschaffen worden, in die die Wirtschaft erst allmählich hineinwächst. Zwar sind die Grundbedingungen für Investitionen durchaus günstig. Die Unternehmensgewinne dürften im Zusammenhang mit den maßvollen Lohnabschlüssen, den hohen Produktivitätssteigerungen und den niedrigen Zinsen weiter zugenommen haben. Möglicherweise werden aber diese Verbesserungstendenzen noch nicht generell als dauerhaft gesichert angesehen. Außerdem mögen die politischen Unsicherheiten über wichtige Reformprojekte potentielle Investoren eher zum Abwarten veranlassen. Mehr Klarheit über die längerfristigen Perspektiven in der Lohn-, Finanz- und Strukturpolitik könnte entscheidend mit-helfen, die Investitionsbereitschaft zu erhöhen und damit – wie in früheren Erholungs-



phasen – nach den Ausfuhren die „zweite Stufe des Aufschwungs zu zünden“.

Die Bauwirtschaft durchläuft nach wie vor eine Sonderkonjunktur. Die Nachfrage nach Bauleistungen scheint sich im zweiten Quartal zwar stabilisiert zu haben; sie bewegt sich aber nach dem scharfen Einbruch gegen Jahresende 1996 und in den ersten Monaten von 1997 weiterhin auf einem niedrigen Ni-

Bauwirtschaft

veau. Insbesondere die gewerbliche Wirtschaft hält sich mit Bauaufträgen zurück – ein Reflex der geringen Neigung der Unternehmen, ihre Kapazitäten auszuweiten. Der Wohnungsbau ging in Ostdeutschland nach der Verringerung der staatlichen Förderung und dem Auftreten von Sättigungserscheinungen infolge des vorangegangenen Bau-booms drastisch zurück. In Westdeutschland wurde der Mehrfamilienhausbau ebenfalls eingeschränkt; die Nachfrage nach Einfamilienhäusern blieb dagegen verhältnismäßig hoch. Insgesamt befindet sich die Bauwirtschaft in einem – wohl unvermeidlichen – Umstrukturierungsprozeß, wie auch die teilweise gedrückten Preise auf dem Immobilienmarkt zeigen. Positive Konjunkturimpulse sind von diesem Sektor in der absehbaren Zeit wohl nicht zu erwarten.

Arbeitsmarkt

Die insgesamt betrachtet durchaus beachtliche Konjunkturerholung hat sich am Arbeitsmarkt bislang noch nicht nennenswert ausgewirkt. Im Dienstleistungsgewerbe und auch beim Bau – hier allerdings auf niedrigem Niveau – scheint sich die Beschäftigung zu stabilisieren. In der Industrie hat sich der Personalabbau dagegen bis zuletzt fortgesetzt. Die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland war Ende Juni mit 34 Millionen etwa 530 000 niedriger als ein Jahr zuvor. Die Zahl der Arbeitslosen ist bis Ende August – verglichen mit dem gleichen Vorjahrsmonat – um 470 000 auf fast 4,4 Millionen gestiegen. Während in Westdeutschland in den Sommermonaten die Nachfrage nach Arbeitskräften nicht weiter gesunken ist und die Arbeitslosenquote saisonbereinigt unverändert blieb, hat in Ostdeutschland die offen ausgewie-

sene Arbeitslosigkeit spürbar zugenommen. Neben den nach wie vor gravierenden Anpassungsproblemen in zahlreichen ostdeutschen Unternehmen spielte hierbei eine Rolle, daß unter dem Druck der hohen Defizite bei der Bundesanstalt für Arbeit die arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen zurückgeführt wurden. Die Zahl der Teilnehmer an Arbeitsbeschaffungsprojekten und Kursen zur beruflichen Weiterbildung hat deutlich abgenommen.

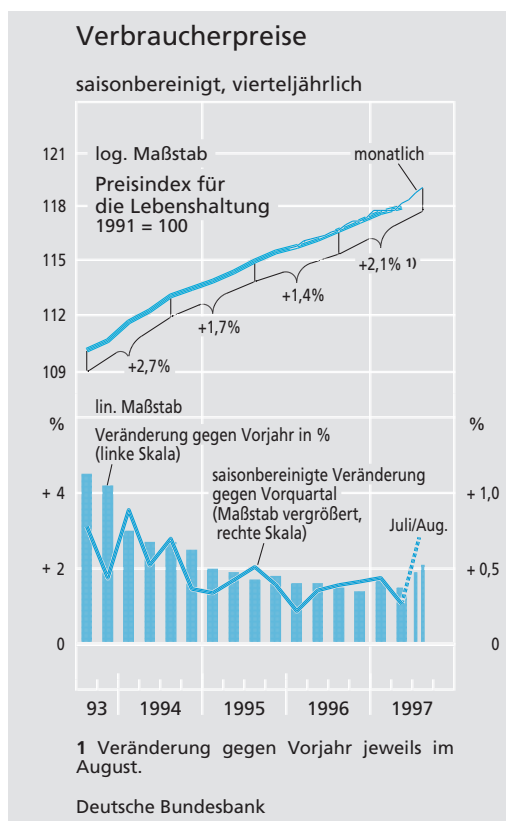
Um die inakzeptabel hohe Arbeitslosigkeit entscheidend zu reduzieren, kommt es darauf an, dauerhaft wettbewerbsfähige Arbeitsplätze zu schaffen. Dazu ist es notwendig, auch längerfristig die Lohnpolitik an dem Ziel einer höheren Beschäftigung zu orientieren und die Arbeits- und Gütermärkte weiter zu flexibilisieren. Der gegenwärtige Aufschwung sollte zum Abbau der nach wie vor bestehenden strukturellen Rigiditäten und Beschäftigungshemmnisse genutzt werden. Trotz des kräftigen Exportwachstums und der ermutigenden Fortschritte bei dem Regierungsprogramm für mehr Wachstum und Beschäftigung sind die Probleme für den Wirtschaftsstandort Deutschland noch längst nicht annähernd gelöst. Schlüsselgröße auch für die Verminderung der hohen Arbeitslosigkeit ist vor allem die Bereitschaft in- und ausländischer Unternehmen, in Deutschland zu investieren.

Das Preisklima hat sich in den Sommermonaten eingetrübt. Vor allem wegen der Höherbewertung des US-Dollar haben sich die deutschen Einfuhren beträchtlich verteuert. Außerdem sind mit der Anhebung der Rezeptgebühren und der Umstellung der Kraftfahrzeugsteuer die sogenannten administrier-

Preise

ten Preise kräftig gestiegen. Die Konsumentenpreise haben sich damit deutlich nach oben in Bewegung gesetzt, nachdem sie von Januar bis April dieses Jahres praktisch stabil gewesen waren. Im Vorjahrsvergleich erhöhte sich die Preissteigerungsrate auf der Verbraucherebene bis August auf 2,1 %; sie lag damit an der Obergrenze der in das diesjährige Geldmengenziel der Bundesbank eingegangenen mittelfristigen Preisannahme von 1½ % bis 2 %.

Der erreichte Stabilitätserfolg darf nicht gefährdet werden. Die Bundesbank wird deshalb die weitere Entwicklung der Inflationsrate und der Indikatoren, die vorausschauend auf einen etwa entstehenden Inflationsdruck hinweisen könnten, besonders sorgfältig beobachten. Die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft darf keinen Spielraum für eine weitere Beschleunigung des Preisauftriebs bieten. Von der realwirtschaftlichen Seite her ist nicht auszuschließen, daß einzelne Unternehmen die erhöhte Kapazitätsauslastung und die wechselkursbedingten Einfuhrpreissteigerungen zu allgemeinen Preis Anpassungen zu nutzen versuchen. Trotz solcher zweifellos größer gewordenen Risiken besteht jedoch bisher kein Anlaß, die Preisentwicklung zu dramatisieren. Nach wie vor stellen – insbesondere aufgrund kräftiger Produktivitätsgewinne – sinkende Lohnstückkosten im Inland ein Gegengewicht zu den „importierten“ Preiserhöhungstendenzen dar. Entscheidend wird aber sein, daß die Lohnerhöhungen moderat bleiben und auf einen Ausgleich für die von außen kommenden Preisimpulse verzichtet wird. Die Bundesbank wird ihre Geldpolitik so führen, daß sich nicht solche



exogenen Preiseinflüsse verselbständigen und weitere Preiserhöhungen in der Gesamtwirtschaft auslösen.

Finanz- und Geldpolitik

Die Finanzlage der öffentlichen Haushalte insgesamt stellte sich im zweiten Quartal 1997 verglichen mit der gleichen Vorjahrszeit weniger ungünstig dar. Zwar war das Defizit von Bund und Ländern zusammengefaßt etwa ebenso hoch wie ein Jahr zuvor. Die Renten- und die Krankenversicherung schlossen gleichzeitig aber günstiger ab. Gegenüber dem enttäuschenden ersten Vierteljahr, in dem das gesamte Staatsdefizit stark gestiegen war, ist dies ein durchaus positives Zeichen. Ausschlaggebend für die Abnahme des

Die öffentliche Hand im zweiten Quartal

Defizits der öffentlichen Hand in den Frühjahrsmonaten waren vor allem eine anhaltend strikte Ausgabendisziplin und die Anhebung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung. Die Steuereinnahmen der Gebietskörperschaften blieben dagegen erneut hinter den Erwartungen zurück, wobei freilich auch zeitliche Verschiebungen im Steueraufkommen innerhalb des Jahres 1997 eine Rolle spielten. Während die Vermögensteuer seit Anfang des Jahres nicht mehr erhoben wird, dürften die Mehrerträge aus der kompensierenden Anhebung der Grunderwerbsteuer und der Erbschaftsteuer erst im weiteren Verlauf des Jahres ins Gewicht fallen.

*Notwendigkeit
weiterer
Ausgaben-
disziplin*

Insgesamt hat sich jedoch die Verbindung zwischen Wirtschaftswachstum und Steueraufkommen weiter gelockert, und eine Umkehr dieser Tendenz zeichnet sich noch nicht ab. Der Druck zur Ausgabenbeschränkung bleibt damit für alle Ebenen des staatlichen Handelns erhalten, wenn das Defizit auf eine erträgliche und mit dem Vertrag von Maastricht konsistente Größenordnung zurückgeführt werden soll.

*Finanzlage im
gesamten Jahr
1997*

Nach der soeben vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen betrug das Staatsdefizit (einschließlich der Sozialversicherungen) 1996 3,5 % beziehungsweise – einschließlich einer weiteren, dem Maastrichter Vertragswerk entsprechenden statistischen Umstellung – 3,4 % des Bruttoinlandsprodukts; es fiel damit niedriger als bisher geschätzt aus, unter anderem weil die Sozialversicherungen gegen Ende des letzten Jahres mit einem geringeren Defizit abgeschlossen hatten, als

zunächst angenommen worden war. Im Jahr 1997 hat die öffentliche Hand zwar eine Reihe von Belastungen zu verkräften, wie die bereits erwähnten Steuerausfälle und höhere Zahlungen für die Arbeitslosenunterstützung. Gleichwohl dürfte das gesamtstaatliche Defizit aber zurückgehen, hauptsächlich weil die Sozialversicherungen nach dem hohen Defizit des Vorjahres nun einen leichten Überschuß erzielen dürften. Die im Herbst 1997 zu erwartenden beträchtlichen Privatisierungserlöse verbessern zusätzlich die Liquiditätssituation und das Haushaltsergebnis insbesondere des Bundes; in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bleibt das Staatsdefizit davon jedoch unberührt.

Die Finanzpolitik ist gegenwärtig mit der doppelten Aufgabe konfrontiert, das Staatsdefizit weiter zu reduzieren und gleichzeitig durch eine umfassende Reform des Steuer- und des Rentenversicherungssystems die Rahmenbedingungen für den Standort Deutschland verbessern zu helfen. Eine Senkung der Steuersätze bei Verbreiterung der Steuerbasis würde das im Augenblick noch Steuervermeidungsstrategien begünstigende Steuersystem transparenter, effizienter und letztlich auch gerechter machen. Mit einer zügigen Verabschiedung der Rentenreform sollte mehr Klarheit über die künftige Lastenverteilung aus der demographischen Entwicklung geschaffen werden. Erforderlich ist dabei insbesondere die Senkung der drückenden Lohnzusatzkosten ohne Gefährdung der notwendigen Reduzierung der Gesamtbelastung mit öffentlichen Abgaben. Insgesamt kommt es darauf an, die Abgabenbelastung wieder auf ein Niveau wie vor der Wiedervereinigung

*Strategische
Ausrichtung
der Finanz-
politik*

zurückzuführen. All dies wird nur gelingen, wenn der eingeschlagene Weg einer strikten Ausgabenbegrenzung auf allen Ebenen konsequent fortgesetzt wird.

*Bundeshaushalt
im Jahr 1998*

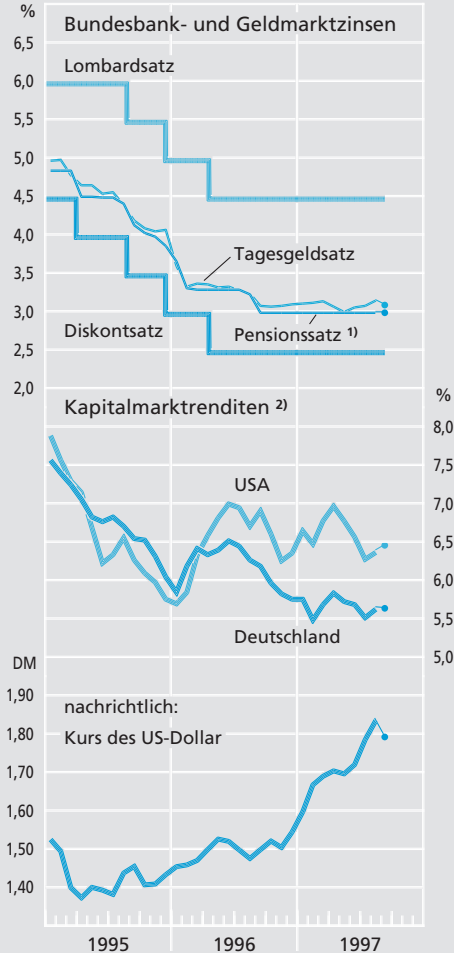
Der von der Bundesregierung vorgelegte Haushaltsentwurf für 1998 leistet hierzu einen wichtigen Beitrag. Das Ausgabenwachstum ist gegenüber dem Nachtragshaushalt dieses Jahres lediglich auf 0,5 % veranschlagt, und das Defizit soll um 13 Mrd DM sinken. Allerdings sind noch einige entscheidende Einzelfragen offen wie beispielsweise das Steuerreformgesetz 1998; auch könnten sich an der Planung noch Veränderungen nicht zuletzt aufgrund der anhaltenden Steuerschwäche ergeben. Bei den weiteren Haushaltsberatungen sollte an dem konzipierten Reform- und Konsolidierungskurs festgehalten werden. Dies würde nicht nur im enger definierten nationalen Interesse liegen, sondern auch der Vorbereitung auf die geplante Währungsunion mit einem stabilen Euro dienen.

*Notenbank-
zinsen
unverändert*

Die Bundesbank beließ in der jüngsten Zeit den Diskont- und den Lombardsatz unverändert bei 2 ½ % beziehungsweise 4 ½ % und den Wertpapierpensionssatz bei 3,0 %. Damit liegen die Notenbankzinsen weiterhin teilweise auf den historischen Tiefständen, auf die sie nach den Zinssenkungen im April und August 1996 gefallen waren. Aufgrund der deutlichen Abschwächung der D-Mark an den Devisenmärkten, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, haben sich die monetären Bedingungen im Inland in diesem Jahr jedoch weiter gelockert.

Zur Zinsentwicklung

Monatsdurchschnitte



1 Monatsdurchschnittlicher Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte mit zweiwöchiger Laufzeit. — 2 Rendite von Staatsanleihen mit etwa zehnjähriger Restlaufzeit. — ● = Letzter Stand: 11.9.1997.

Deutsche Bundesbank

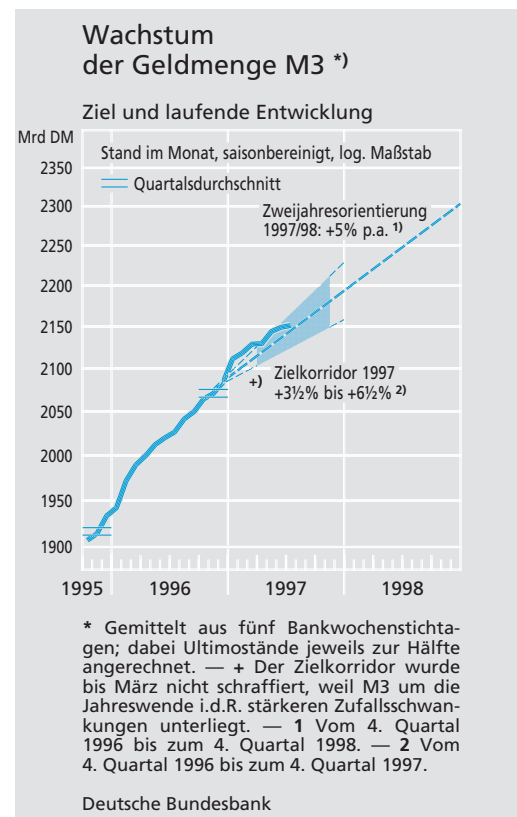
In den Sommermonaten ist die Bundesbank dazu übergegangen, die Form und die Konditionen der wöchentlichen Wertpapierpensionsgeschäfte nicht mehr im voraus im Anschluß an die Zentralbankratssitzungen, sondern erst am Tag der Ausschreibung bekanntzugeben. Maßgeblich für die geänderte Ankündigungspraxis, die dem früheren, bis vor eineinhalb Jahren üblichen Vorgehen entspricht, ist das gewandelte geldpolitische Um-

*Geänderte
Ankündigungs-
praxis bei den
Wertpapier-
pensions-
geschäften*

feld. Die jüngste Wechselkursentwicklung und die – teilweise damit verbundenen – erhöhten Stabilitätsrisiken ließen es angezeigt erscheinen, in der Zinspolitik kurzfristig handlungsfähig zu bleiben, um rasch auf veränderte Umfeldbedingungen reagieren zu können. Im Ergebnis hielt die Bundesbank bisher aber sowohl am Mengentender als auch am Pensionssatz von 3,0 % fest. Angesichts der gestiegenen Zinsunsicherheiten zogen die Geldmarktsätze insbesondere in den längeren Fristen etwas an. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt ist deshalb deutlich steiler geworden. Danach zu urteilen sind die Markterwartungen auf steigende Notenbankzinsen gerichtet.

*Geldmenge im
Zielkorridor*

Das Geldmengenwachstum, das sich nach dem starken Anstieg der Geldmenge M3 am Jahresanfang bereits im Frühjahr erkennbar verlangsamt hatte, verlief in den letzten Monaten, insgesamt betrachtet, weiterhin moderat. Im Juni erreichte die Geldmenge M3 den diesjährigen Zielkorridor von 3 ½ % bis 6 ½ %, den sie in den ersten fünf Jahresmonaten überschritten hatte; im Juli bewegte sie sich von dessen oberem Rand auf die Korridormitte zu. Ihren Durchschnittsstand vom vierten Quartal übertraf sie in diesem Monat mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 5,7 %, verglichen mit 7 % im Mai. Im Verlauf der letzten zwölf Monate ist die Geldmenge M3 um gut 6 % gewachsen. Die eng definierte Geldmenge M1, die die unmittelbar für Transaktionen verfügbare Liquidität umfaßt, nahm gleichzeitig um 9 ½ % zu. Die Geldmenge M3 erweitert, die über M3 hinaus auch Euroeinlagen, kurzfristige Bankschuldverschreibungen und Geldmarktfondsanteile



in Händen der Nichtbanken einschließt, stieg dagegen etwas langsamer als M3. Angesichts der erhöhten Stabilitätsrisiken hält die Bundesbank eine weitere Abschwächung der Geldmengenexpansion für geboten.

Das geringere Geldmengenwachstum in den letzten Monaten geht zum einen darauf zurück, daß sich die Geldkapitalbildung bei Banken, die am Jahresanfang nahezu zum Erliegen gekommen war, wieder etwas belebt hat. Von Mai bis Juli wurde das bei Banken aufkommende Geldkapital mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 5 ½ % ausgeweitet gegen 4 % von Januar bis April. Zum ändern hat sich die Kreditgewährung an inländische Nichtbanken etwas abgeschwächt. Dies gilt sowohl für den privaten als auch für den staatlichen Sektor. Bei den Krediten an

*Determinanten
des Geld-
mengen-
wachstums*

die Wirtschaft war freilich ausschlaggebend, daß die Banken praktisch keine Wertpapiere des Unternehmenssektors mehr erwarben. Da derartige Wertpapiertransaktionen in der Regel am Sekundärmarkt erfolgen, beeinflussen sie die Neukreditvergabe an den Emittenten insoweit nicht unmittelbar. Die Nachfrage nach Direktkrediten blieb demgegenüber vergleichsweise kräftig. Dies gilt insbesondere für den Wohnungsbau, wo die historisch niedrigen Hypothekenzinsen stützend wirkten. Bei der verlangsamten Kreditgewährung an den Staat spielte eine Rolle, daß sich der Bund zeitweise stärker am Kapitalmarkt refinanzierte.

*Kapitalmarkt-
zinsen*

Die Kapitalmarktzinsen bewegten sich in den Sommermonaten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Die Finanzierungskonditionen für die Wirtschaft und den Staat sind damit unverändert günstig. Die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte ging nach einem vorübergehenden Anstieg im März bis Mitte Juli auf gut 4¾ % zurück und erreichte damit fast wieder ihren historischen Tiefstand. Seit-

her zog sie leicht an. Gleichzeitig nahm die Zinsunsicherheit zu. Mitte September lagen die Kapitalmarktzinsen bei gut 5 %. Erhöht haben sich gegenüber dem Frühjahr aber nur die kürzerfristigen Kapitalmarktzinsen, während sich die Zinskonstellation in den langfristigen Laufzeitbereichen nur wenig verändert hat. Die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt hat sich deshalb abgeflacht. Dies deutet darauf hin, daß sich die kürzerfristigen Zins- und Preisperspektiven eingetrübt haben, während die langfristigen Inflationsaussichten offenbar weiterhin nicht ungünstig eingeschätzt werden. Um diese Erwartungen zu festigen und einen Anstieg der Inflations- und Risikoprämien in den Kapitalmarktzinsen nachhaltig zu verhindern, kommt es darauf an, inflationären Gefahren rechtzeitig entgegenzutreten. Dies erfordert gerade in solchen Situationen eine besondere Wachsamkeit der Notenbank, in denen das Spektrum der monetären und realwirtschaftlichen Indikatoren – zum Beispiel aufgrund rasch wechselnder Verhältnisse auf den Finanz- und Devisenmärkten – ein differenziertes Bild bietet.