

Globalisierte Finanzmärkte — machtlose Geldpolitik	237
Kräftige Expansion des Welthandels 1994/1995 — aber nur geringe externe Impulse für die Konjunktur in Westeuropa	242

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

WOCHENBERICHT 11/95

Berlin

Stöglin

16. März 1995

62. Jahrgang

Globalisierte Finanzmärkte — machtlose Geldpolitik?

Das vergangene Jahr stand im Zeichen eines weltweiten Zinsauftriebes. Er hat auch den deutschen Kapitalmarkt erfaßt. Die Deutsche Bundesbank hat dieser Entwicklung im ersten Halbjahr entgegenzuwirken versucht, indem sie den Geldmarktzins (Tagesgeldsatz) von 6% auf 5% drückte. Trotzdem stieg der deutsche Kapitalmarktzins in Übereinstimmung mit dem amerikanischen von 6% auf 7,5% (Schaubild 1). Dieser Zinsgleichschritt wird vielfach, auch von der Bundesbank¹, als Folge einer zunehmenden Globalisierung der Kapitalmärkte gewertet: Bei freiem grenzüberschreitenden Kapitalverkehr gibt es eine Tendenz zur Angleichung der nationalen Preise für Kapital, d.h. der Zinssätze für längerfristige Geldanlagen gleicher Bonität und gleicher (Rest-)Laufzeit. Daraus wird häufig gefolgert, daß die deutsche Geldpolitik im Alleingang, ja selbst in Übereinstimmung mit der Geldpolitik anderer europäischer Notenbanken, keinen nennenswerten Einfluß auf die Entwicklung des Kapitalmarktzins nehmen könne.

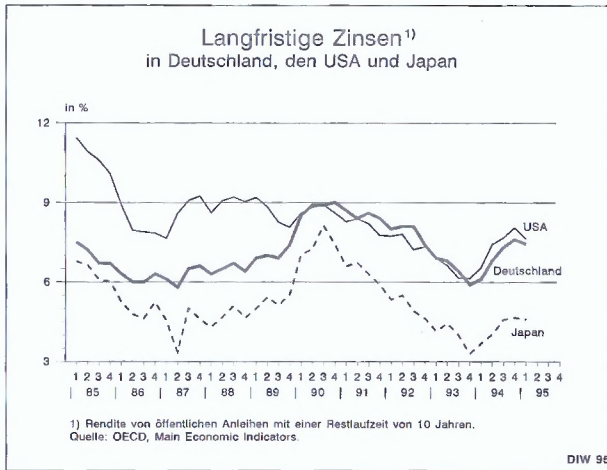
Diese Diagnose ist sicherlich zutreffend, wenn man sie auf solche Regionen des Weltkapitalmarktes bezieht, in denen, aus welchen Gründen auch immer, Risiken einer Änderung von Wechselkursen bei den Dispositionen der Finanzmarktteilnehmer keine wesentliche Rolle spielen. Sie ist jedoch fragwürdig, wenn man unterstellt, daß der Kapitalverkehr der USA mit Deutschland und seinen Nachbarländern merklichen Wechselkursrisiken unterliegt. Unter diesen Umständen kann es grundsätzlich Abweichungen zwischen den nationalen Kapitalmarktzinsen geben. Umstritten ist allerdings, ob anhaltende Abweichungen nur (oder überwiegend) zwischen den Nominalzinsen entstehen können, nicht dagegen zwischen den Realzinsen, das heißt zwischen den um die erwartete Inflationsrate bereinigten Nominalzinsen.

Für die Vorstellung, die nationalen Realzinsen müßten sich tendenziell angleichen, könnte folgende Überlegung sprechen. Wenn die nominalen und die realen Kapitalmarktzinsen in Deutschland zunächst genau so hoch sind wie in den USA, dann aber für Deutschland anhaltend sinkende Preis- und Kostensteigerungen, für die USA hingegen steigende Inflationsraten erwartet werden, müssen die Finanzmarktteilnehmer eine Verschlechterung der amerikanischen Wettbewerbsposition befürchten, die früher oder später eine Abwertung des Dollars, also Wechselkursverluste aus Dollaranlagen, nach sich ziehen wird. Die Marktteilnehmer verlagern deshalb Kapital von den USA nach Deutschland. Dies trägt dazu bei, daß der Dollarkurs unter Druck gerät, der amerikanische nominale Kapitalzins steigt und der deutsche Nominalzins sinkt. Das dabei entstehende Nominalzinsgefälle zwischen beiden Ländern entspricht der Differenz zwischen der für die USA und der für Deutschland erwarteten Inflationsrate, so daß sich kein Gefälle zwischen den Realzinsen beider Länder herausbildet. Im Grenzfall, in dem sich die Änderungen der Inflationserwartungen vollständig in Änderungen der Nominalzinsen niederschlagen, bleibt sogar das Niveau der Realzinsen konstant.

An der Hypothese vom Ausgleich der Realzinsen sind allerdings erhebliche Zweifel angebracht. Im ersten Halbjahr 1994 sind die deutschen Nominalzinsen nicht nur im Gleichschritt mit den amerikanischen gestiegen, sondern es entstanden auch keine nennenswerten Differenzen zwi-

¹ So stellte die Bundesbank im Juni 1994 fest: „Angesichts des in den letzten Jahren offensichtlich enger gewordenen Zinsverbundes konnten sich die Zinsen auf den europäischen Märkten dem von den USA ausgehenden Sog nicht entziehen“. In: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 1994, S. 13.

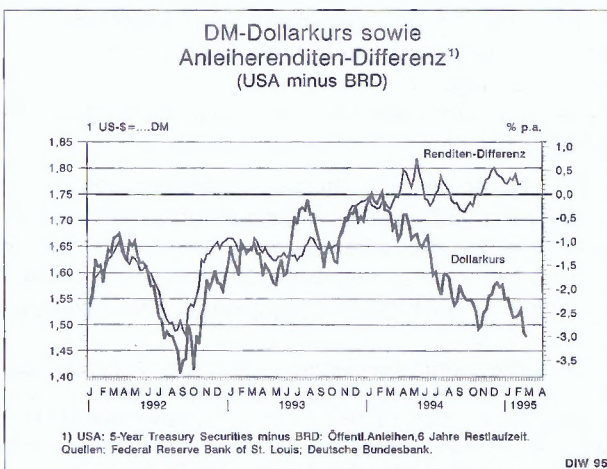
Schaubild 1



schen den Niveaus der Nominalzinsen. Darf aber daraus gefolgert werden, daß es damit auch eine Übereinstimmung der Inflationserwartungen für Deutschland mit den (vermutlich steigenden) Inflationserwartungen für die USA gab? Diese Frage dürfte zu verneinen sein, wenn man die Entwicklung des DM/Dollarkurses in Rechnung stellt: In den Jahren 1992 und 1993 hatte sich der Dollarkurs fast parallel zum Nominalzinsgefälle zwischen den USA und Deutschland bewegt. Doch 1994 änderte sich das Bild. Obwohl kein Nominalzinsgefälle zwischen beiden Ländern entstand, fiel der Dollarkurs binnen eines halben Jahres von 1,75 DM auf 1,55 DM (Schaubild 2).

Wenn es, wie von den Vertretern der These vom Realzinsausgleich behauptet, richtig ist, daß ein anhaltend starker Rückgang des Dollarkurses in erheblichem Maße mit Unterschieden zwischen den Inflationserwartungen zu tun hat, kann die These vom „Gleichschritt“ der deutschen mit den amerikanischen Inflationserwartungen nicht aufrechterhalten werden. Vieles spricht vielmehr für die — durch andere Indikatoren erhärtete — Vermutung, daß die Inflationserwartungen für beide Länder im Jahre 1994 zu diver-

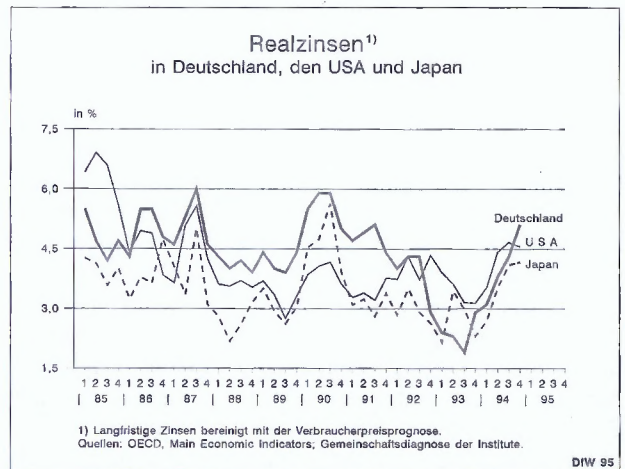
Schaubild 2



gieren begannen. Die für die USA erwartete Inflationsrate dürfte gestiegen, die für Deutschland erwartete aber — wie schon einige Zeit davor — gesunken sein. Bei gleichen Nominalzinsen kann dies nur bedeuten, daß im Verlauf von 1994 der Realzins in Deutschland über den Realzins in den USA hinausgegangen ist.

Zur Prüfung dieser Vermutung wurde versucht, die realen Kapitalmarktzinsen für Deutschland, Japan und die USA zu schätzen (Schaubild 3). Statt des gängigen Verfahrens, realisierte Preissteigerungen von der nominalen Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere abzuziehen, wurde hier eine Vorgehensweise gewählt, die erwartete Preissteigerungen explizit berücksichtigt. Als Indikator diente dabei die Verbraucherpreisprognose, die zweimal jährlich von den führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstituten erarbeitet wird. Da sich die Gemeinschaftsdiagnose auf allgemein zugängliche Informationen stützt, dürfte sie die Erwartungen der Marktteilnehmer besser abbilden als Versuche, erwartete Preissteigerungen adaptiv aus realisierten Preissteigerungen abzuleiten².

Schaubild 3



Auch dieses Verfahren ist nicht frei von Schwächen, weil es wie jede Realzinsberechnung auf Annahmen beruht, die keine vollständige Entsprechung in der Realität finden. So dürften Erwartungsbildungsprozesse weitaus weniger schematisch ablaufen, als hier unterstellt werden mußte. Auch ist keineswegs sicher, daß andere Preisindizes (etwa

² Die Berechnung beruht auf Quartalsdaten. Dabei wurden die „Preissteigerungserwartungen“, d.h. hier die Verbraucherpreisprognosen, jeweils im zweiten und vierten Quartal angepaßt, weil in diesen Quartalen die Gemeinschaftsdiagnose erstellt wird. So wurde der nominale Kapitalmarktzins im ersten Quartal eines jeden Jahres um den Anstieg der Verbraucherpreise korrigiert, der im Vorquartal für das Gesamtjahr vorausgesagt worden war. Im zweiten Quartal erfolgt eine Anpassung der Prognosewerte, die für das dritte Quartal fortgeschrieben wird. Im vierten Quartal findet eine erneute Anpassung statt, die nunmehr den für das folgende Jahr prognostizierten Anstieg der Verbraucherpreise berücksichtigt.

Erzeugerpreise) von minderer Relevanz sind als Verbraucherpreise. Da letztere für Kapitalanleger im Zweifel von größerem Interesse sind, fiel die Entscheidung zu ihren Gunsten aus. Alle bekannten Verfahren zur Realzinsberechnung vernachlässigen im übrigen, daß die westlichen Industrienationen wiederholt massiven gesamtwirtschaftlichen Schocks ausgesetzt waren, die starke Abweichung zwischen erwarteten und tatsächlichen Preissteigerungen zur Folge hatten.

Das Schaubild 3 zeigt, daß zwischen Deutschland, Japan und den USA zum Teil erhebliche Realzinsdifferenzen bestanden. Auffallend ist insbesondere, daß der deutsche Realzins in den Jahren 1986 bis 1991 durchgängig über dem Realzins Japans und der USA lag. So betrug die Zinsdifferenz gegenüber Japan in diesem Zeitraum durchschnittlich 1,3 Prozentpunkte, zeitweilig sogar fast zwei Prozentpunkte. Auch der amerikanische Realzins blieb im Durchschnitt um knapp einen Prozentpunkt hinter dem deutschen zurück. Seit Februar vergangenen Jahres zeichnet sich in allen drei Ländern ein markanter Realzinsanstieg ab. In Deutschland setzte dieser sogar schon Mitte 1993 ein, vor allem deshalb, weil die Preissteigerungserwartungen in der Rezession deutlich zurückgingen. Innerhalb eines Jahres kletterte der deutsche Realzins von 2% auf 5% und damit erkennbar über das amerikanische und japanische Niveau.

Allerdings sind auch in früheren Perioden schon vergleichbar hohe Realzinsniveaus erreicht worden, im Jahre 1987 und unmittelbar nach der deutschen Vereinigung. War hier ein hohes Realzinsniveau durchaus angemessen, um einer Überhitzung der Konjunktur vorzubeugen, läßt sich die Realzinsentwicklung Mitte der achtziger Jahre nur schwer mit der konjunkturellen Entwicklung in Einklang bringen. Obwohl sich der Realzins 1987 von 4,5% auf 6% erhöhte, blieb der deutschen Wirtschaft eine Rezession erspart.

Auch bei diesem Verfahren zur Realzinsberechnung sind Verzerrungen indessen nicht auszuschließen. Durch den Verfall der Rohstoffpreise wurden Mitte der 80er Jahre die Verbraucherpreise vorübergehend sehr stark gedrückt; für inländische Investoren änderte sich aber im Zuge des Ölpreisverfalls die auf längere Sicht zu erwartende Preissteigerungsrate nicht. Der Realzins wurde also zu hoch ausgewiesen. Da der Anstieg der Rohstoffpreise gegenwärtig die Verbraucherpreisentwicklung weniger prägt, dürfte der aktuelle Realzins kaum überzeichnet sein.

Wenn es aber zutrifft, daß der deutsche Realzins merklich über den amerikanischen gestiegen ist, stellt sich die Frage, ob diese Konstellation der gegenwärtigen Konjunkturlage angemessen ist. Vergleicht man nämlich die konjunkturelle Situation Deutschlands mit der in den USA, müßte die Relation der Realzinsen genau umgekehrt sein, weil sich die Bundesrepublik noch in einer frühen Phase des Aufschwungs befindet, während sich dieser in den USA mehr und mehr seinem Ende zuneigt.

Ursachen des Zinsanstiegs

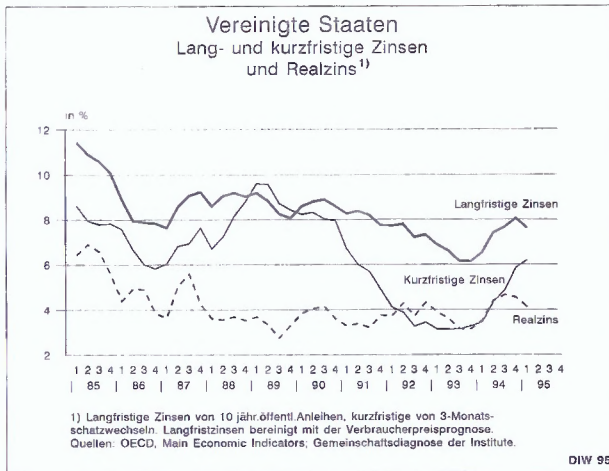
Auffallend ist, daß der weltweite Zinsauftrieb gerade zu dem Zeitpunkt einsetzte, als die amerikanische Geldpolitik eine fundamentale Kurswende vollzog. Geleitet von der Sorge, ein weiterhin ungebrochenes Wirtschaftswachstum könnte Inflationserwartungen neuen Auftrieb geben, hatte die amerikanische Notenbank im Februar des vergangenen Jahres erstmals seit 1988 die Federal Funds Rate wieder — um 25 Basispunkte — angehoben und damit ein Ende der Phase niedriger Zinsen signalisiert. Da immer mehr Anleger Kursverluste erwarteten, mieden sie Kapitalmarkttitle und bevorzugten kurzfristige Anlagen. Folglich ging das Kapitalangebot zurück, ein Trend, der sich im Jahresverlauf fortsetzte.

Doch wie kam es dazu, daß dieser Zinsanstieg auf Deutschland und andere europäische Länder übergriff? Dies läßt sich vermutlich nur damit erklären, daß im internationalen Raum große institutionelle Anleger dominieren, deren Manager möglichst hohe nominale Renditen erzielen müssen. Realzinsdifferenzen sind dabei nur insoweit von Interesse, als sie Wechselkursänderungserwartungen begründen. Innerhalb der für institutionelle Anleger relevanten Fristen ist dies offenbar nicht der Fall.

Da viele Unternehmen mit einem weiteren Anstieg der Finanzierungskosten rechneten, zogen sie geplante Investitionen vor. Damit war auch in Kontinentaleuropa ein Ende der Rezession in Sicht. Die Ertragserwartungen verbesserten sich zunehmend und setzten einen Aufschwung in Gang, der vor allem von der Investitionsgüternachfrage getragen wurde — ein erfreuliches, aber sicher kaum beabsichtigtes Nebenprodukt der Zinswende in den USA. Offensichtlich verfügte die amerikanische Geldpolitik über Handlungsspielräume, die sie nutzte, um binnenwirtschaftlichen Erfordernissen gerecht zu werden. Trotz globalisierter Finanzmärkte war sie nicht machtlos — im Gegenteil: Seit Februar vergangenen Jahres dominiert die amerikanische Notenbank das weltweite Kapitalmarktgeschehen.

Das war nicht immer so. Von 1991 an gelang es der amerikanischen Geldpolitik nur unter Schwierigkeiten, sich an den monetären Märkten durchzusetzen. Obwohl durch eine beschleunigte Senkung von Federal Funds Rate und Diskontsatz Druck auf den Kapitalmarktzins ausgeübt wurde, sanken die Anleiherenditen nur moderat (Schaubild 4). Eine wesentliche Rolle spielten hierbei die deutsche Geldpolitik und die von ihr dominierte Geldpolitik vieler anderer westeuropäischer Notenbanken. Parallel zur monetären Lockerung in den USA verschärfte die Bundesbank ihren Restriktionskurs und verhinderte damit nachhaltigere Zinssenkungen am langen Ende des Marktes (Schaubild 5). Das Resultat ist verblüffend: Der deutsche und der amerikanische Kapitalmarktzins bewegten sich im engen Verbund gerade in der Mitte eines Korridors, der von beiden Zentralbanken vorgegeben wurde (Schaubild 6). Hier zeigt sich, daß die deutsche Geldpolitik durchaus in der Lage war, einem Kurs zu folgen, der sich vor allem an bin-

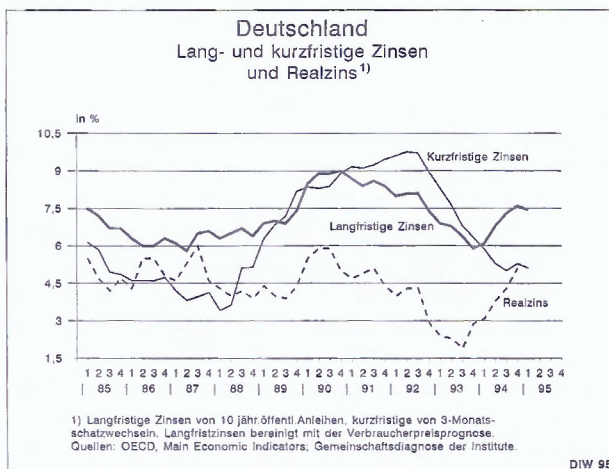
Schaubild 4



nenwirtschaftlichen Kriterien orientierte. Kaum einzusehen ist, warum dies heute anders sein sollte.

Diese Phase verdient auch deshalb Beachtung, weil die gegenläufige Bewegung von Geld- und Kapitalmarktzins von 1991 an häufig als Beleg dafür gewertet wurde, daß die Geldpolitik allein die Preissteigerungserwartungen beeinflussen könne. Auch gegenwärtig — so wird häufig behauptet — könne somit ein steigender Geldmarktzins dazu beitragen, den Kapitalmarktzins zu senken. Dabei wird indes nicht nur die amerikanische Zinsentwicklung ausgeblendet, sondern auch die Logik des Anlegerverhaltens außer acht gelassen. Warum sollten Anleger Kapitalmarkt gerade dann verstärkt nachfragen, wenn geldnahe Forderungen immer attraktiver werden? Viel wahrscheinlicher ist, daß sie in einer solchen Situation Kursverluste erwarten, und daher Geldmarkttitel bevorzugen. Kurz- und langfristige Zinsen ändern sich daher in der Regel gleichgerichtet und nicht gegenläufig. Das wird um so eher der Fall sein, je klarer die Signale sind, die von der Geldpolitik ausgehen.

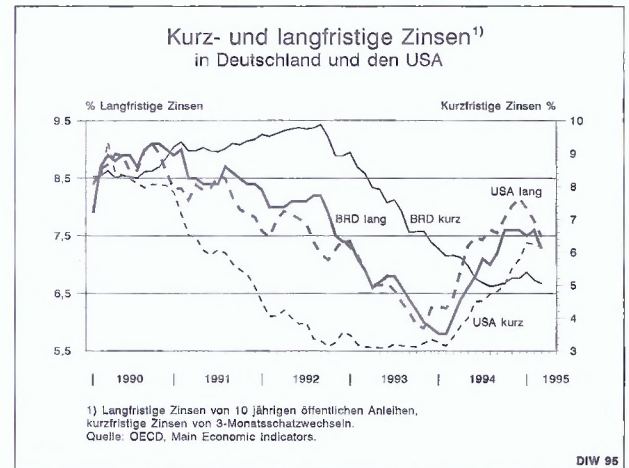
Schaubild 5



Kapitalmarktzins und geldpolitische Signale

Auch die Zinsentwicklung Japans zeigt, daß eine eigenständige Geldpolitik selbst über längere Zeiträume hinweg möglich ist (Schaubild 7). Der Zusammenhang zwischen dem Geldmarktzins einerseits und dem (nominalen wie realen) Kapitalmarktzins andererseits war hier deutlich enger als in Deutschland oder den USA. Die Anleger waren hier offenbar in hohem Maße bereit, den Signalen der Geldpolitik zu folgen. Anhaltende Aufwertungserwartungen machten es der japanischen Geldpolitik möglich, ein Nominalzinsniveau zu verwirklichen, das deutlich unter dem in Deutschland und in den USA lag. Gleichwohl geriet auch Japan in den Sog des jüngsten weltweiten Zinsauftriebes.

Schaubild 6

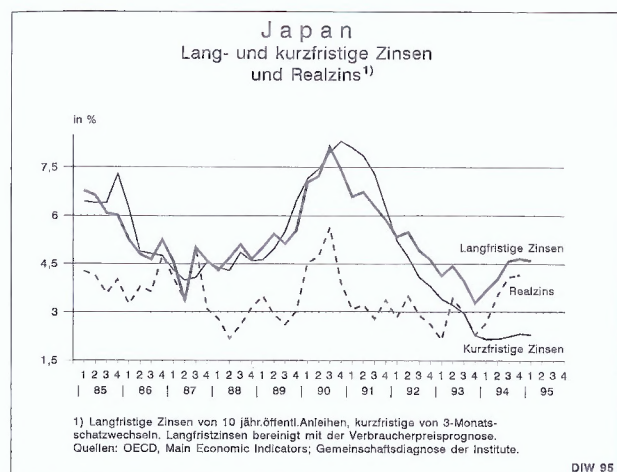


Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, daß von der japanischen Geldpolitik zu dieser Zeit keine Signale mehr ausgegangen sind, die dem Zinsanstieg hätten entgegenwirken können. Vom vierten Quartal 1990 bis zum ersten Quartal 1994 hatte die japanische Zentralbank den kurzfristigen Zins von 8% auf 2% gesenkt, um die Rezession zu beenden. Offensichtlich war der Handlungsspielraum der japanischen Notenbank ausgeschöpft. Damit war für die Anleger klar, daß weitere nachhaltige Zinssenkungsschritte kaum zu erwarten sein würden. Da geldpolitische Signale ausblieben, orientierte sich der japanische Kapitalmarktzins an den Vorgaben der amerikanischen Geldpolitik.

Im Falle Deutschlands liegen die Dinge komplizierter. Zwar hatte die Bundesbank den Wertpapierpensionsatz von 6% im Februar 1994 auf 4,85% im Juli zurückgeführt, ohne dabei jedoch große Entschlossenheit an den Tag zu legen. Zugleich bestritt die Bundesbank, daß der weltweite Zinsauftrieb irgendeinen geldpolitischen Handlungsbedarf begründe³. Die Anleger konnten somit unterstellen,

³ So stellte die Bundesbank im Juni 1994 fest: „Die Bundesbank kann den deutschen Finanzmarkt nicht von solchen Störungen aus dem Ausland abschirmen, zumal das langfristige Zinsniveau Anfang des Jahres überwiegend als recht niedrig eingeschätzt worden war.“ In: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 1994, S. 13.

Schaubild 7



daß die Bundesbank keinerlei Versuch unternehmen würde, mit weiteren Senkungen der Geldmarktzinsen dem fortschreitenden Kursverfall an den Rentenmärkten entgegenzutreten. Diese Erwartung bestätigte sich, als die Bundesbank in der zweiten Jahreshälfte von weiteren Zinsschritten absah und den Wertpapierpensionsatz bei 4,85% beließ. Allein deshalb dominierte die amerikanische Geldpolitik.

Dies war 1994 nicht notwendig und ist es auch heute nicht. Gemessen an seiner Bedeutung für den Weltkapitalmarkt ist Deutschland längst kein kleines Land mehr. Seit der Etablierung des EWS hat die D-Mark de facto eine Leitwährungsfunktion in Europa. Da der europäische Kapitalmarkt in seiner Gesamtheit kaum weniger bedeutend sein dürfte als der amerikanische, sollte auch die Bundesbank in der Lage sein, den internationalen Zinstrend zu prägen.

Auch eine Abkoppelung lag seit der Kurswende der amerikanischen Zentralbank im Bereich des Möglichen, weil sich die D-Mark tendenziell aufwertete. Der US-Dollar hat sich im Februar 1994 von der Differenz der nominalen Anleiherenditen Deutschlands und der USA gelöst und neigte zur Schwäche. Lag er damals bei 1,75 DM, fiel er auf 1,40 DM. Zuletzt hat sich der Kursverfall dramatisch beschleunigt. Hatte schon die Krise des mexikanischen Peso Zweifel an der Tragfähigkeit des herrschenden Wechselkursgefüges geweckt, geriet der US-Dollar verstärkt unter Druck, nachdem die amerikanische Zentralbank Anfang Februar 1995 ein Ende ihres Restriktionskurses in Aussicht gestellt hatte. Erstmals seit dem Oktober vergangenen Jahres sank daraufhin die Rendite zehnjähriger amerikanischer Anleihen unter das deutsche Niveau und leitete damit eine Währungskrise ein, die auch das EWS belastete. Die jüngsten Währungsturbulenzen deuten darauf hin, daß immer mehr Anleger das deutsche Zinsniveau für zu hoch halten und deshalb wie im September 1992 gegen die Währungen

jener Länder spekulieren, die am meisten unter hohen Zinsen zu leiden haben.

Die anhaltende D-Mark-Stärke ist dem deutschen Kapitalmarkt durchaus zugute gekommen: Kapitalzuflüsse im langfristigen Bereich haben neben Umschichtungen inländischer Anleger dazu beigetragen, den Anstieg der langfristigen Zinsen zumindest vorläufig zu beenden. Der Realzins verharrt indessen auf hohem Niveau. Dies und die starke Aufwertung der D-Mark könnten zur Folge haben, daß der gegenwärtige Aufschwung nicht in einen selbsttragenden Wachstumsprozeß mündet, der auch eine nachhaltige Entlastung des Arbeitsmarktes herbeiführt. Für die Bundesbank besteht angesichts des dramatischen Anstiegs des D-Mark-Kurses und des damit verbundenen Drucks auf die Importpreise Anlaß, die Leitzinsen zu senken.

Hinzu kommt, daß der Auslastungsgrad des westdeutschen Produktionspotentials im vierten Quartal 1994 bei 87 vH (Unternehmen ohne Wohnungsvermietung) und damit knapp unter dem Durchschnitt in den letzten zehn Jahren lag. Zudem erweitern zusätzliche Investitionen das Produktionspotential.

Auch die Entwicklung der Geldmenge läßt Zinssenkungen zu. Nachdem in den Jahren 1992 und 1993 Zielverfehlungen zu verzeichnen waren, ist es der Deutschen Bundesbank im Verlauf des vergangenen Jahres gelungen, die Geldmenge M3 in den Zielkorridor zurückzuführen. Auch gegenwärtig wächst M3 nur moderat, so daß auch von dieser Seite kein inflationärer Druck entsteht.

Fazit

Die Erfahrungen zeigen, daß die deutsche Geldpolitik keineswegs machtlos ist. Zur Resignation besteht daher kein Anlaß. Um den Turbulenzen auf den Devisenmärkten zu begegnen, sind klare zinspolitische Signale erforderlich. Daß eine eigenständige Geldpolitik trotz hochintegrierter Finanzmärkte möglich ist, hat die Bundesbank nach der deutschen Vereinigung unter Beweis gestellt. Nicht einzusehen ist, warum dies heute nur deshalb anders sein sollte, weil nicht Zinserhöhungen, sondern Zinssenkungen auf der Tagesordnung stehen.

Bleiben Zinssenkungen aus, wird der deutsche Kapitalmarktzins auch weiterhin den Vorgaben der amerikanischen Geldpolitik folgen. Aber kann es sinnvoll sein, daß die amerikanische Zentralbank auf der Grundlage amerikanischer Konjunkturdaten indirekt darüber mitentscheidet, ob in Deutschland neue Arbeitsplätze entstehen und bestehende sicherer gemacht werden können? Auf mittlere Sicht ist eine größere Eigenständigkeit der deutschen Geldpolitik notwendig. Die Globalisierung der Finanzmärkte steht dem nicht im Wege.

Kräftige Expansion des Welthandels 1994/95 — aber nur geringe externe Impulse für die Konjunktur in Westeuropa

Bei insgesamt verstärkter Dynamik haben sich die Wachstumsraten in den westlichen Industrieländern 1994 tendenziell angeglichen. In den angelsächsischen Ländern setzte sich die gute Konjunktur fort oder verstärkte sich noch, und in Japan kam es zu einer allmählichen Konjunkturbelebung. Insbesondere aber Westeuropa wies eine kräftige konjunkturelle Erholung auf. Die Wachstumsspanne zwischen den am kräftigsten und den am geringsten expandierenden großen Volkswirtschaften verringerte sich 1994 deutlich.

Ebenso wie die verringerte konjunkturelle Differenzierung haben sich 1994 Wechselkursveränderungen auf die Salden der internationalen Leistungsströme ausgewirkt. Allerdings wird dieser Effekt kurzfristig von gegenläufigen terms-of-trade Effekten überlagert. So haben sich in Japan trotz des hohen Yen-Kurses die Leistungs- und Handelsbilanzüberschüsse nicht nennenswert geändert. Auch in den USA ist trotz einer tendenziellen Abwertung seit einem Jahr das Leistungsbilanzdefizit weiter gestiegen. Für Europa insgesamt hat sich eine geringe Aktivierungstendenz ergeben. Die in letzter Zeit erheblichen Kursverluste des Dollar könnten die europäischen Ausfuhren beeinträchtigen.

Kräftige Ausweitung der Leistungsströme

Der Welthandel expandierte im vergangenen Jahr mit real reichlich 9 vH mehr als doppelt so rasch wie im Vorjahr. Mit dem Aufschwung in Westeuropa war das Tempo der Einfuhrzunahme hier wesentlich höher als im Vorjahr. Die Exporte stiegen noch etwas schneller als die Importe. Auch in den außereuropäischen Ländern nahmen die Einfuhren rasch zu. Bei hoher Kapazitätsauslastung stiegen die Importe der USA um 13 vH und damit stärker als die Exporte. Der Außenhandel Japans, der im Vorjahr kaum expandierte, belebte sich deutlich. In China und in den kleineren südostasiatischen Volkswirtschaften setzte sich das seit Jahren hohe Wachstumstempo des Handels fort; neuerdings gewinnt auch der Handel der südamerikanischen Länder an Dynamik.

Bei einer geringeren konjunkturellen Differenzierung zwischen den großen weltwirtschaftlichen Regionen kam es zu deutlichen Verschiebungen in den Leistungsbilanzen. Trotz einer weiteren Passivierung der deutschen Leistungsbilanz konnte Westeuropa insgesamt seinen Leistungs- und Handelsbilanzüberschuß gegenüber der übrigen Welt etwas erhöhen. In den Entwicklungsländern und den „sonstigen Industrieländern“ haben sich die Defizite verringert, während das Leistungs- und Handelsbilanzdefizit der USA kräftig stieg. Zwischen Westeuropa und den USA hat sich das geringere Konjunkturgefälle offenbar nur wenig ausgewirkt. Der konjunkturelle Vorlauf der USA gegenüber fast allen westeuropäischen Volkswirtschaften und die wesentlich höhere Auslastung der Produktionskapazitäten beschleunigten indes den Importanstieg auch 1994. Das Leistungsbilanzdefizit der Ölländer hat sich trotz besserer Weltkonjunktur nicht nur nicht verringert, sondern sogar erhöht: hier kamen ein reichliches Angebot und weitere Energiesparbemühungen der Industrieländer zum Tragen; der Ölpreis blieb weiterhin sehr niedrig.

Die absolute Höhe der jeweiligen Leistungs- und Handelsbilanzsalden sagt indessen nur wenig über ihre Be-

deutung für die einzelnen Länder oder weltwirtschaftlichen Regionen aus. Ein Vergleich kann daher sinnvollerweise nur anhand der *Relation der Salden zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (BIP)* durchgeführt werden. Dabei ergibt sich, daß innerhalb Westeuropas Deutschland nunmehr nicht nur absolut, sondern auch relativ das höchste Defizit in der Leistungsbilanz ausweist; dieses Defizit ist allerdings in erster Linie vereinigungsbedingt. Mit Ausnahme von Griechenland konnten dagegen alle anderen Defizitländer, deren relatives Defizit im Vorjahr teilweise erheblich über dem deutschen lag, ihre Position deutlich verbessern. Der Leistungsbilanzüberschuß der westeuropäischen Industrieländer insgesamt hat gegenüber 1993 allerdings nur geringfügig zugenommen. Die Exporte stiegen hier im Aufschwung bisher noch etwas schneller als die Importe, die ebenfalls wieder kräftig zunahmen; die relative Verbesserung der Leistungsbilanz war damit also nicht mehr wie 1993 Folge rückläufiger Importe.

Einer Aktivierung in Westeuropa stand eine Passivierung der Leistungsbilanzsituation in den USA gegenüber. In der starken Passivierung spiegelt sich auch der konjunkturell bedingt hohe Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten in den USA wider. In Japan hat sich der Überschuß der Leistungsbilanz nicht verändert. Lediglich gemessen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gibt es einen leichten Rückgang des Überschusses. Trotz der starken Abwertung des Yen ist die Überschußposition nicht deutlich abgebaut worden. Nicht nur der absolute, sondern auch der relative Leistungsbilanzüberschuß übertrifft immer noch die Überschüsse der meisten anderen Industrieländer mit aktivem Leistungsbilanzsaldo bei weitem.

Auch 1995 wird der Welthandel zügig expandieren. In Nordamerika werden trotz eines etwas geringeren Wachstumstempos die Auslastung der Sachkapazitäten und die Nachfrage nach Importen hoch bleiben. In Japan, wo sich die Konjunktur allmählich erholt, dürften die Einfuhren — bei nur geringen Aussichten für eine grundlegende Neubewertung des Yen — weiter steigen. In Europa allerdings

Tabelle 1

**Die Zahlungsbilanzen der einzelnen Wirtschaftsräume
in Mrd. US-\$ zu jeweiligen Wechselkursen**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ¹⁾	1995 ¹⁾	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ¹⁾	1995 ¹⁾
Vereinigte Staaten von Amerika								Sonstige Industrieländer ³⁾						
Leistungsbilanz	-102,8	-91,7	-6,9	-67,9	-103,9	-120,0	-120,0	-31,6	-24,2	-17,2	-15,1	-14,2	-8,0	-14,0
Handelsbilanz	-115,3	-109,0	-74,1	-96,1	-132,6	-150,0	-150,0	8,7	17,8	20,3	24,4	25,4	28,0	24,0
Dienstleistungsbilanz	38,5	51,0	60,5	60,3	60,8	60,0	60,0	-40,3	-40,6	-35,9	-36,8	-36,5	-31,0	-35,0
Übertragungsbilanz	-26,0	-33,7	6,7	-32,0	-32,1	-30,0	-30,0	0,0	-1,3	-1,5	-2,7	-3,1	-5,0	-3,0
Kapitalbilanz ⁶⁾	121,0	69,4	-14,6	22,7	36,0	.	.	34,3	35,5	12,3	7,9	22,0	.	.
Direkt Investitionen	30,9	18,0	-5,2	-31,1	-36,5	.	.	-0,3	8,0	-6,7	2,2	-4,2	.	.
Portfolio Investitionen	43,5	-33,0	8,6	16,6	-17,6	.	.	15,1	10,4	4,9	4,3	5,5	.	.
Sonstige Investitionen ⁷⁾	46,6	84,4	-18,0	37,2	90,0	.	.	19,5	17,1	14,1	1,3	20,7	.	.
Devisenbilanz	-18,2	22,3	21,5	45,2	67,9	.	.	-2,7	-11,4	4,9	7,3	-7,8	.	.
Währungsreserve ^{8) 9)}	-26,9	-8,6	6,2	6,4	-1,5	.	.	-2,7	-11,3	5,0	7,9	-7,7	.	.
Position beim Weltwährungsfonds ¹⁰⁾	0,4	-1,1	-0,7	0,5	-0,6	.	.	0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	.	.
Deisenverpflichtung gegenüber Währungsbehörden	8,3	32,0	16,0	38,3	70,0	.	.	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	.	.
Japan								Öländer ⁴⁾						
Leistungsbilanz	57,0	35,9	72,9	117,6	131,5	130,0	120,0	-11,1	0,9	-77,2	-57,6	-49,6	-53,5	-58,0
Handelsbilanz	76,9	63,6	103,1	132,4	141,6	145,0	135,0	43,4	73,4	37,5	24,6	31,5	24,5	22,0
Dienstleistungsbilanz	-15,6	-22,2	-17,7	-10,1	-4,0	-8,0	-8,0	-45,7	-52,5	-67,8	-67,0	-63,0	-62,5	-66,0
Übertragungsbilanz	-4,3	-5,5	-12,5	-4,6	-6,1	-7,0	-7,0	-8,8	-20,0	-46,9	-15,2	-18,1	-15,5	-14,0
Kapitalbilanz ⁶⁾	-69,8	-41,2	-79,3	-118,1	-104,6	.	.	11,5	3,3	84,7	51,1	50,1	.	.
Direkt Investitionen	-45,2	-46,3	-29,4	-14,5	-13,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Portfolio Investitionen	-32,5	-14,5	35,5	-28,4	-65,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sonstige Investitionen ⁷⁾	8,0	19,5	-85,4	-75,2	-25,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Devisenbilanz	12,8	5,4	6,4	0,5	-26,9	.	.	-0,4	-4,2	-7,5	6,5	-0,5	.	.
Währungsreserve ^{8) 9)}	12,5	8,4	7,7	-0,1	-26,8	.	.	-4,3	-6,4	-8,5	5,9	0,3	.	.
Position beim Weltwährungsfonds ¹⁰⁾	0,2	-3,0	-1,3	0,6	-0,1	.	.	3,9	2,2	1,0	0,6	-0,8	.	.
Deutschland ²⁾								Sonstige Entwicklungsländer ⁴⁾						
Leistungsbilanz	57,7	46,2	-19,0	-22,1	-20,0	-34,5	-24,0	-5,9	-12,8	-11,8	-21,3	-58,6	-53,0	-51,0
Handelsbilanz	77,7	71,1	23,2	32,8	44,5	43,0	64,0	-10,9	-29,1	-35,0	-49,2	-77,1	-73,5	-78,0
Dienstleistungsbilanz	-2,1	-2,1	-6,3	-22,9	-33,3	-43,5	-50,0	-33,0	-29,2	-27,4	-23,9	-26,5	-26,0	-20,0
Übertragungsbilanz	-18,0	-22,7	-35,9	-32,0	-31,2	-34,0	-38,0	38,0	45,5	50,6	51,8	45,0	46,5	47,0
Kapitalbilanz ⁶⁾	-69,0	-40,5	22,2	56,4	8,9	.	.	24,2	52,7	74,1	47,3	124,4	.	.
Direkt Investitionen	-7,5	-19,5	-15,0	-10,2	-14,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Portfolio Investitionen	-4,6	-2,4	23,1	46,2	132,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sonstige Investitionen ⁷⁾	-56,9	-18,6	14,1	20,4	-109,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Devisenbilanz	11,4	-5,7	-3,2	-34,3	11,1	.	.	-18,3	-39,9	-62,3	-26,0	-65,8	.	.
Währungsreserve ^{8) 9)}	-2,4	-7,5	5,4	-28,2	13,2	.	.	-18,1	-39,9	-61,7	-24,9	-65,4	.	.
Position beim Weltwährungsfonds ¹⁰⁾	0,4	-0,1	-0,5	0,4	0,2	.	.	-0,2	-0,0	-0,6	-1,0	-0,4	.	.
Deisenverpflichtung gegenüber Währungsbehörden	13,4	1,8	-8,1	-6,5	-2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
EU ohne Deutschland ²⁾								Restsalden ⁵⁾						
Leistungsbilanz	-65,4	-81,6	-58,7	-57,1	26,2	48,0	48,0	102,1	127,2	117,9	123,5	88,7	91,0	99,0
Handelsbilanz	-75,8	-74,7	-57,9	-42,8	24,3	49,0	49,0	-4,7	-13,0	-17,0	-26,1	-57,7	-66,0	-66,0
Dienstleistungsbilanz	21,4	9,5	4,7	-1,5	11,9	10,0	10,0	76,8	86,2	89,9	101,9	90,6	101,0	109,0
Übertragungsbilanz	-11,0	-16,3	-5,5	-12,8	-10,1	-11,0	-11,0	30,0	54,0	45,0	47,6	55,7	56,0	56,0
Kapitalbilanz ⁶⁾	61,8	146,9	72,3	-8,7	-23,1	.	.	-97,4	-129,7	-121,6	-121,4	-89,4	.	.
Direkt Investitionen	-23,2	-13,0	-10,8	-15,6	-8,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Portfolio Investitionen	12,6	24,4	18,0	8,7	41,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sonstige Investitionen ⁷⁾	72,4	135,5	65,0	-1,8	-56,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Devisenbilanz	3,6	-65,3	-13,6	65,8	-3,0	.	.	-4,7	2,5	3,7	-2,0	0,8	.	.
Währungsreserve ^{8) 9)}	-7,8	-66,3	-4,4	40,8	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Position beim Weltwährungsfonds ¹⁰⁾	-0,0	-0,2	-1,4	1,8	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Deisenverpflichtung gegenüber Währungsbehörden	11,4	1,2	-7,8	23,2	-5,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.

1) Geschätzt. — 2) Bis 1990 alte Bundesrepublik Deutschland. — 3) Norwegen, Schweiz, Island, Kanada, Australien, Neuseeland, Südafrika. — 4) Schätzungen des IMF. — 5) Restsalden enthalten nicht erfaßte Länder. Vor allem aber ergeben sie sich aus statistischen Asymmetrien, die auch dadurch zustande kommen, daß in den Entwicklungsländern nicht deklarierte Einnahmen im Außenwirtschaftsverkehr und illegal transferiertes Kapital von deren Zahlungsbilanz nicht erfaßt werden. Die Summe der Kapital- und die der Devisenbilanzen ergibt in der Tabelle nicht 0, vielmehr entspricht sie der Änderung der nicht gesondert ausgewiesenen Deisenverpflichtungen von Hartwährungsländern. — 6) Nettokapitalexport (-), -import (+). — 7) Einschl. statistischer Diskrepanz. — 8) Gold- und Deisenhaltung der Währungsbehörden. — 9) Bestandszunahme (-), -abnahme (+). — 10) Einschließlich Sonderziehungsrechte.

Tabelle 2

Leistungsbilanzsaldo der westlichen Industrieländer in vH des Bruttoinlandsprodukts

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 ²⁾
Deutschland ¹⁾	4,5	4,2	4,3	4,9	3,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,7	-1,0
Frankreich	0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,6	0,2	0,8	0,7	0,5
Italien	0,5	-0,2	-0,8	-1,4	-1,5	-2,1	-2,3	1,1	1,7	1,9
Großbritannien	-0,0	-1,2	-3,5	-4,4	-3,2	-1,3	-1,8	-1,7	-0,8	-0,7
Spanien	1,7	-0,1	-1,1	-2,9	-3,4	-3,2	-3,2	-1,3	-1,3	-1,7
Niederlande	2,3	1,8	3,0	4,3	3,1	2,6	2,0	3,2	3,3	3,3
Belgien	2,7	2,0	2,4	2,1	2,6	2,4	2,9	6,0	6,2	5,6
Schweden	0,4	-0,1	-0,4	-1,8	-3,0	-1,9	-3,1	-1,0	0,5	1,4
Österreich	0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,7	0,1	-0,4	-0,5	0,0	-0,5
Dänemark	-5,5	-2,9	-1,2	-1,1	1,1	1,5	3,0	3,5	2,7	1,8
Finnland	-1,0	-2,0	-2,6	-5,1	-5,2	-5,6	-4,6	-1,2	2,0	2,6
Portugal	3,7	1,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,0	-0,2	1,3	0,0	-1,1
Griechenland	-4,3	-2,6	-1,8	-4,7	-5,3	-2,2	-2,7	-1,0	-1,3	-1,1
Irland	-3,1	-0,3	0,2	-1,4	0,1	4,8	4,8	8,1	7,6	6,8
EU	1,3	0,7	0,2	-0,1	-0,5	-1,1	-1,0	0,1	0,2	0,3
EU ohne Deutschland	0,4	-0,4	-1,0	-1,6	-1,6	-1,1	-0,9	0,5	0,9	0,8
Schweiz	3,4	3,7	4,8	4,5	3,1	4,5	5,9	7,2	7,6	6,9
Norwegen	-6,5	-3,4	-4,3	0,2	3,8	4,8	2,6	2,4	2,7	2,5
Europ. Industrieländer	1,3	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,9	-0,7	0,4	0,5	0,6
USA	-3,5	-3,7	-2,6	-2,0	-1,7	-0,1	-1,1	-1,6	-1,8	-1,7
Kanada	-2,3	-2,8	-3,5	-4,1	-3,8	-4,1	-3,9	-4,3	-3,6	-3,8
Japan	4,3	3,6	2,7	2,0	1,2	2,2	3,2	3,1	2,8	2,4

1) Bis 1990 Westdeutschland. — 2) Prognose.

Quellen: SAEG, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Nationalstatistiken; IMF, International Financial Statistics; World Economic Outlook; Schätzungen des DIW.

wird mit einer Dämpfung des Wachstumstempos im Jahresverlauf auch die Ausweitung des Außenhandels gebremst werden. Da der konjunkturelle Überhang aus dem Jahre 1994 hier jedoch hoch ist, wird sich dies bei den Jahreszuwachsraten 1995 nur wenig bemerkbar machen. In einigen mittel- und osteuropäischen Staaten hat sich die wirtschaftliche Lage zwar verbessert; indes fehlt es hier weiterhin an Devisen, die eine spürbare Erhöhung der Einfuhr ermöglichen würden. Insgesamt wird der Welthandel bei etwas vermindertem Tempo seiner Expansion im Jahresvergleich 1995 gegenüber 1994 eine nur wenig verringerte Zuwachsrate ausweisen.

Weiter schwierige außenwirtschaftliche Anpassungsprozesse

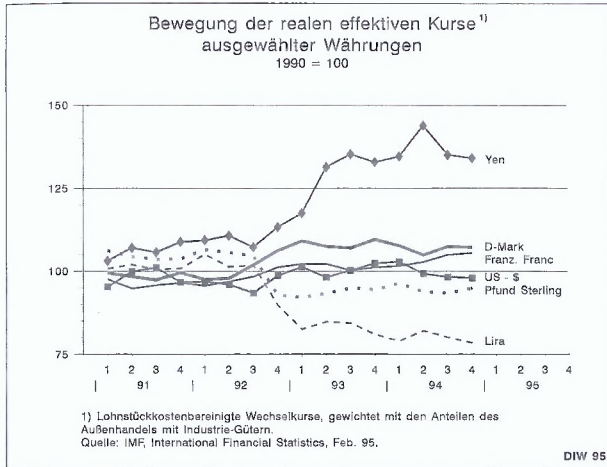
Auch wenn sich die außenwirtschaftliche Position Westeuropas noch einmal etwas verbessert hat, bedeutet dies nicht, daß von der Außenwirtschaft her keine Restriktionen mehr für die einzelnen Länder bestehen. Zunächst aber konnten Länder, die ihre Währungen 1992/93 abgewertet hatten, in den Jahren 1993 und 1994 ihre absolute und relative Leistungsbilanzposition teilweise beträchtlich verbessern. Interessant ist, daß im Vergleich zu früheren „Abwertungsrounds“ in Westeuropa die Preissteigerungs-

raten nicht oder nur wenig gestiegen sind und dies trotz unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Konstellationen in den einzelnen Ländern. Für die moderate Preisentwicklung war vor allem die starke Zurückhaltung in der Lohnpolitik der Gewerkschaften verantwortlich, die unter dem Druck der hohen und teilweise noch zunehmenden Arbeitslosigkeit standen. Gleichzeitig dämpften Bemühungen um eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in vielen Ländern die interne Nachfrage. In den skandinavischen Ländern wurden — auch im Hinblick auf den bevorstehenden Beitritt zur Europäischen Union — die Wettbewerbs Elemente in der Wirtschaft verstärkt. Inflationsdämpfende Wirkungen dürften aber auch die niedrigen Ölpreise und der hohe Wettbewerbsdruck von Seiten der Exporteure aus Drittländern, insbesondere aus Südostasien, gehabt haben.

Angesichts der jüngsten internationalen Währungskrise ist allerdings zu fragen, wie es trotz anhaltender hoher Preisstabilität und sich annähernder Wachstumsraten zu einer derartigen Verschärfung der währungspolitischen Spannungen kommen konnte und welche Rolle hierbei die jeweiligen außenwirtschaftlichen Konstellationen gespielt haben.

Nach der traditionellen Außenwirtschaftstheorie sind „abwertungsverdächtig“ insbesondere Länder, die hohe

Schaubild 1



und/oder zunehmende Leistungsbilanzdefizite sowie eine starke Inflation aufweisen, „aufwertungsverdächtig“ dagegen vor allem Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen und hoher Preisstabilität. Wie weit dieses Bild mit den aktuellen Ereignissen an den internationalen Devisenbörsen übereinstimmt, zeigt ein Rückblick auf die Entwicklung der amerikanischen Leistungsbilanz und des Dollarkurses.

Zunächst scheint der Zusammenhang zwischen außenwirtschaftlichem Saldo und Dollarkurs durchaus nicht eindeutig zu sein. Während die Leistungsbilanz seit Anfang der 80er Jahre auf ihr größtes historisches Defizit zusteuerte, verzeichnete die US-Währung bis Mitte der 80er Jahre eine extreme Aufwertung, die dann allerdings in eine ebenso starke Abwertung umschlug. Mit der Verschlechterung der Leistungsbilanz seit Anfang der 90er Jahre war allerdings eine Abwertung verbunden. In beiden Perioden zeigte sich, daß ein andauerndes kräftiges Wachstum in den USA in erster Linie zu höheren Einfuhren und weniger rasch zu einer starken Inflation führte.

Am ehesten entspricht dem klassischen Bild des Zusammenhanges von Außenwirtschaftsentwicklung und Währung noch die Lage in Japan. Bei hohen Überschüssen und hoher Preisstabilität steht der Abwertung des Dollar insbesondere eine kräftige Aufwertung des Yen gegenüber. Aber schon im Vergleich mit dem zweiten großen Aufwertungsland Deutschland stimmt das Bild nicht mehr. Zwar ist auch hier die Preisstabilität relativ hoch; gleichzeitig ist aber die Leistungsbilanz schon seit Jahren erheblich defizitär. Dabei ist das relative Leistungsbilanzdefizit des „Aufwertungslandes“ Deutschland ähnlich groß wie dasjenige des „Abwertungslandes“ USA. Unter den europäischen „Abwertungsländern“ wiederum hat gerade Italien hohe Leistungsbilanzüberschüsse, und selbst die Währung Frankreichs, wo die Inflationsrate am niedrigsten ist und wo die Überschusssituation in der Leistungs- und Handelsbilanz andauert, stand in der letzten Zeit unter Druck.

Offenbar sind es also andere Faktoren, die zumindest kurzfristig das Geschehen an den Devisenmärkten dominieren. Bank- oder Länderpleiten (Mexiko) fungieren oftmals als Auslöser von „Krisen“. Innerhalb der Europäischen Union gehören dazu etwa politische Instabilitäten und/oder ein laxes finanzpolitisches Gebaren, die sogar den Einfluß hoher Leistungsbilanzüberschüsse, wie in Italien, überspielen. Abwertung wegen hoher Leistungsbilanzdefizite spielt gegenwärtig in Europa kaum eine Rolle. Tatsächlich sind in den anderen europäischen Ländern die Realzinsen zumeist eher höher als in Deutschland. Viele Länder wollen Abwertungen nicht mehr hinnehmen, weil sie Rückschläge bei der Inflationsbekämpfung fürchten. Auch die Vereinbarungen über die Realisierung der Kriterien des Vertrages von Maastricht spielen dabei eine Rolle.

In dieser Lage löst sich Europa allerdings nicht vom amerikanischen Zinstrend, sondern einige Länder müssen sogar ihre Zinsen erhöhen, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Eine solche Zinspolitik steht nicht mit den konjunkturellen Erfordernissen in Europa im Einklang. Die Gefahr wächst, daß es in Westeuropa, dessen Produktionspotential bisher nicht annähernd so hoch ausgelastet ist wie das der USA, vorzeitig zu einer Beeinträchtigung der Investitionstätigkeit kommt. Dies ist für die Konjunkturentwicklung in Westeuropa von wesentlich größerer Bedeutung als es die konjunkturellen Impulse aufgrund der Handelsentwicklung mit Drittländern in den letzten Jahren waren oder in diesem Jahr sein werden.

Neue Welthandelsorganisation fördert weitere Ausweitung des Welthandels

Die Feststellung, daß — tatsächliche oder vermeintliche — wirtschaftspolitische Interdependenzen zwischen Westeuropa und Drittländern, wobei die USA immer noch das Währungsgeschehen dominieren, für die Konjunkturentwicklung in Westeuropa von größerer Bedeutung sind als die Veränderung der Entwicklung der internationalen Leistungsströme in der einen oder anderen Richtung, sollte nicht zu einer Unterschätzung der Bedeutung der Welthandelsentwicklung auch für Europa führen. Einerseits stimuliert der internationale Handel mit Gütern und zunehmend auch Dienstleistungen die Produktivitätsentwicklung und dämpft über den Wettbewerb die Inflationsgefahr. Andererseits wirkt der Abbau von Zöllen, wie er sich im Rahmen der neuen Welthandelsorganisation (WTO) vollzieht, die im Januar 1995 ihre Arbeit aufnahm, den handelsabschließenden Effekten der zunehmenden Bildung regionaler Wirtschaftsräume entgegen.

Durch umfangreiche Zollsenkungen und durch den Abbau von Importquoten wird in den kommenden zehn Jahren der Zugang zu den internationalen Märkten erleichtert. Zwar sind die Regelungen für die sogenannten sensiblen Konsumgüter, zu denen etwa Textilien, Schuhe und Fahrzeuge gehören, noch immer unbefriedigend, und auch bei den Dienstleistungen und beim öffentlichen Be-

Schaubild 2

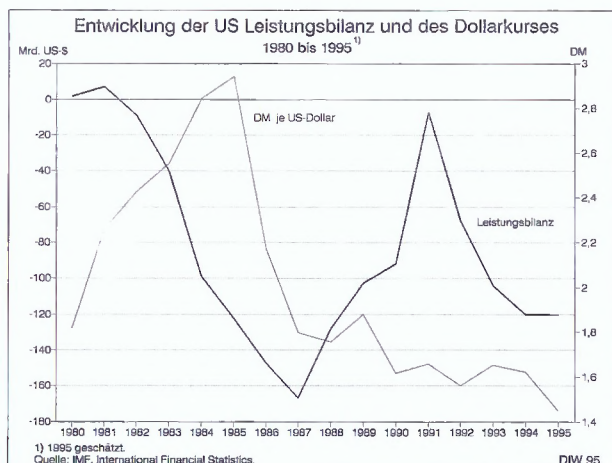
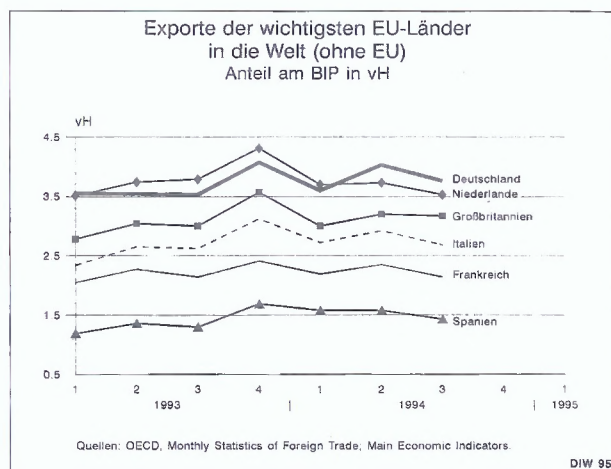


Schaubild 3



schaftungswesen wurden erst Teilerfolge erzielt. Dies gilt vor allem für den Telekommunikations-, Verkehrs- und Energiesektor. Dennoch werden von der ausgehandelten Liberalisierung erhebliche Wohlfahrtseffekte erwartet. Erneute Regulierungen der Handels- und Dienstleistungsströme sind allerdings nicht auszuschließen und unter bestimmten Umständen sogar ausdrücklich zulässig. Zu einer Verringerung der protektionistischen Tendenzen würde auf der Grundlage der neuen WTO-Regeln beitragen, wenn die Europäische Union auf neue Barrieren im Agrarsektor verzichtet, die USA Abstand von einer erneuten Anwendung des Art. 301 ihres Handelsgesetzes nehmen und Japan, dessen Überschuß gegenüber den USA für sich genommen das größte „Ungleichgewicht“ im inter-

nationalen Handel bildet, seine Märkte für Einfuhren stärker öffnet.

Für Westeuropa werden die Wettbewerbsprobleme, die sich etwa gegenüber den stark expandierenden südostasiatischen Schwellenländern ergeben, oft überzeichnet. Ist schon der Anteil der Exporte in Drittländer insgesamt an der Gesamtnachfrage Westeuropas nur gering, so gilt dies umso mehr für diese Länder. Allerdings wächst der Anteil dieser Ländergruppe bei Exporten und Importen besonders rasch. Längerfristig wird es bei offenen Märkten also durchaus zu Impulsen für den europäischen Außenhandel kommen. Das bedeutet, daß auch im Innern die Anforderungen an den damit verbundenen Strukturwandel zunehmen.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5, D-14195 Berlin

Telefon (0 30) 89 789-0 — Telefax (0 30) 89 789-200

Präsident: Prof. Dr. Lutz Hoffmann.

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Heiner Flassbeck, Dr. Fritz Franzmeyer, Dr. Kurt Hornschild, Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Prof. Dr. Eckhard Kutter, Dr. Rolf-Dieter Postlep, Dr. Wolfram Schrettli, Dr. Bernhard Seidel, Dr. Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner.

Globalisierte Finanzmärkte — machtlose Geldpolitik. Bearbeitet von Marcel Stremme. —

Kräftige Expansion des Welthandels 1994/1995 — aber nur geringe externe Impulse für die Konjunktur in Westeuropa. Bearbeitet von Joachim Volz.

Verlag Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9, D-12165 Berlin, Telefon (0 30) 7 90 00 60.

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig.

Druck: ZIPPEN-Druck, Oranienburger Str. 170, D-13437 Berlin.

Bezugspreis für den Jahrgang DM 150,—, vierteljährlich DM 45,—, Einzelnummer DM 5,—.

Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304

— Hierzu 1 Prospekt des Verlages Duncker & Humblot —