

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

WOCHENBERICHT 29/95

Berlin

Stöglin

20. Juli 1995

62. Jahrgang

Gratwanderung zur Eurowährung?

Folgt man dem Vertrag von Maastricht und den Beschlüssen des Europäischen Rates von Cannes, beginnt spätestens am 1. Januar 1999 die dritte und letzte Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Umstritten sind dabei vor allem die Modalitäten des Übergangs: Banknoten müssen gedruckt und in Umlauf gebracht, Rechnungssysteme umgestellt werden. Auch die Bezeichnung einer künftigen Eurowährung wird lebhaft diskutiert — gerade so, als hänge der Erfolg des Einigungsprozesses davon ab, ob eine Banknote auf ECU oder beispielsweise Eurofranken lautet.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Turbulenzen an den Devisenmärkten ist diese Diskussion schwer nachvollziehbar. Daß ein plötzlicher Kursrutsch des US-Dollar derart tiefe Spuren hinterlassen konnte, demonstriert vielmehr, wie fragil das europäische Währungsgefüge gegenwärtig ist. Die Bandbreitenerweiterung vom August 1993 hat somit ihr Ziel verfehlt, die Anreize für massive Spekulationswellen gegen einzelne Währungen zu beseitigen. Instabile Währungsverhältnisse stellen jedoch eine denkbar schlechte Ausgangsbasis für eine Währungsunion dar. Nicht nur, daß die Einhaltung der Kriterien unmittelbar gefährdet ist, auch der Übergang zur dritten Stufe wird zunehmend schwieriger.

Konvergenzprozesse lassen keine Sprünge von einem Währungssystem in ein anderes zu, sondern nur eine schrittweise Angleichung. „Konvergenz“ muß folglich als Prozeß verstanden werden, der zu einer Währungsunion hinführt und auch über den Stichtag hinaus anhält. Zu klären ist deshalb, welche Voraussetzungen — über die Einhaltung der Maastricht-Kriterien hinaus — erfüllt sein müssen, damit eine gemeinsame Währung zum Erfolg führt. Dies setzt freilich voraus, daß eine Währungsunion über-

haupt für sinnvoll gehalten wird. Hier gibt es in der breiten Öffentlichkeit noch immer starke Vorbehalte.

Ist eine Eurowährung sinnvoll?

Die Befürworter einer gemeinsamen Währung weisen immer wieder auf die Vorteile hin, die sich aus der Einsparung von Umtauschkosten von der einen in die andere Währung ergeben. Das Kostensenkungspotential wird dabei auf 20 bis 25 Mrd. ECU beziffert¹. Die Attraktivität dieses Arguments beruht primär auf seiner Anschaulichkeit. So weiß jeder, der eine Reise ins europäische Ausland unternimmt, daß der Umtausch und der Rücktausch von Sorten Kosten verursachen, die vermeidbar wären, könnte eine einheitliche Währung durchgesetzt werden. Aus ökonomischer Sicht kommt diesem Argument indessen nur ein geringer Stellenwert zu. Entscheidend ist vielmehr der gesamtwirtschaftliche Nutzen, der sich daraus ergibt, daß Wechselkursrisiken entfallen und der Wirkungsgrad geldpolitischer Maßnahmen erheblich gesteigert werden kann.

Aber auch der Verzicht auf Wechselkursanpassungen kann Kosten verursachen. Steigen nämlich die Preise im Inland dauerhaft stärker als im Ausland, wertet sich die inländische Währung real auf, und die Wettbewerbsposition der inländischen Anbieter verschlechtert sich. Das Inland nimmt dann mehr Leistungen aus dem Ausland in Anspruch, als es an das Ausland abgibt, was entweder durch den Abbau von (Auslands-)Forderungen finanziert wird oder dadurch, daß zusätzliche (Auslands-)Verbindlichkei-

¹ Vgl. European Commission: Green Paper. On the practical arrangements for the introduction of a single currency, Brussels 1995, p.3.

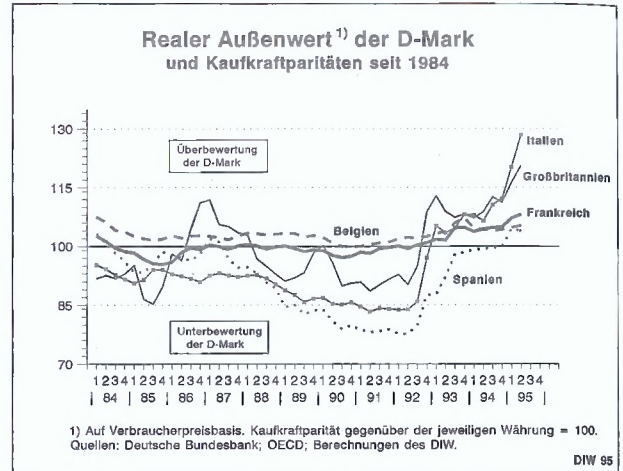
ten eingegangen werden. Wird die binnenwirtschaftliche Anpassung hinausgezögert, muß die Produktion vieler Güter entweder ganz eingestellt oder ins Ausland verlegt werden. Sollen Wachstums- und Beschäftigungseinbußen vermieden werden, muß entweder der Binnenwert der heimischen Währung steigen oder ihr Außenwert sinken. Beide Verfahren sind nur dann gleichwertig, wenn das inländische Preisniveau flexibel ist. Davon ist jedoch nicht auszugehen.

Eine Änderung des Preisniveaus erfordert, daß eine Vielzahl einzelner Preise angepaßt wird. Bei dezentraler Preisbildung ist dies kaum möglich, ohne nachhaltige Friktionen hervorzurufen. Dies gilt insbesondere für den Prozeß der Lohnfindung, dem aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive entscheidende Bedeutung für die Preisentwicklung zukommt. Koordinationsprobleme sowie die Befürchtung vieler Lohnempfänger, eine Verschlechterung ihrer Verteilungsposition hinnehmen zu müssen, führen in der Regel dazu, daß Lohnsenkungen auf starken Widerstand stoßen. Dieser Widerstand kann nur gebrochen werden, wenn die Zentralbank die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über eine Hochzinspolitik beschränkt und eine Stabilisierungskrise auslöst, die Wachstumseinbußen und Arbeitslosigkeit nach sich zieht.

Marktwirtschaften verfügen über keinen endogenen Mechanismus, der eine simultane, friktionslose Senkung des Lohnniveaus ermöglicht. Da eine Zentralbank die Lohnentwicklung nicht unmittelbar beeinflussen kann, ist monetäre Restriktion mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Sporadische Korrekturen des Außenwertes einer Währung eröffnen jedoch die Möglichkeit, die Wettbewerbsposition der heimischen Anbieter zu verbessern, ohne eine Stabilisierungskrise zu provozieren. Allerdings setzt eine erfolgreiche Abwertung voraus, daß die als Folge der Erhöhung der Importpreise eintretende Verminderung des Realeinkommens von den Lohnempfängern im Inland hingenommen wird. Ist das — wie etwa Ende der 70er Jahre in vielen Ländern Europas — nicht der Fall, kann über den Wechselkurs die Anpassung der Löhne an die Produktivitätsentwicklung nicht mehr gewährleistet werden. Gerade weil die „Wechselkursillusion“ geschwunden war, gab es Anfang der 80er Jahre eine erneute Hinwendung zu Systemen fester Wechselkurse wie dem Europäischen Währungssystem (EWS).

Systeme marktbestimmter Wechselkurse weisen aber weitere Nachteile auf. Änderungen des realen Außenwertes einer Währung sind nicht nur Reflex divergierender Preis- und Kostenentwicklungen, sondern häufig auch Folge spekulativer Übertreibungen. Daß nominale Wechselkursänderungen nicht immer fundamental begründet sind, zeigen die jüngsten Turbulenzen an den Devisenmärkten. Ausgelöst durch den massiven Einbruch des Dollarkurses im Februar gerieten auch viele europäische Währungen — insbesondere Lira, Peseta und Pfund — unter Druck, ohne daß diese Verschiebungen innerhalb des Wechselkursgefüges durch divergierende Preis- und Ko-

Schaubild 1

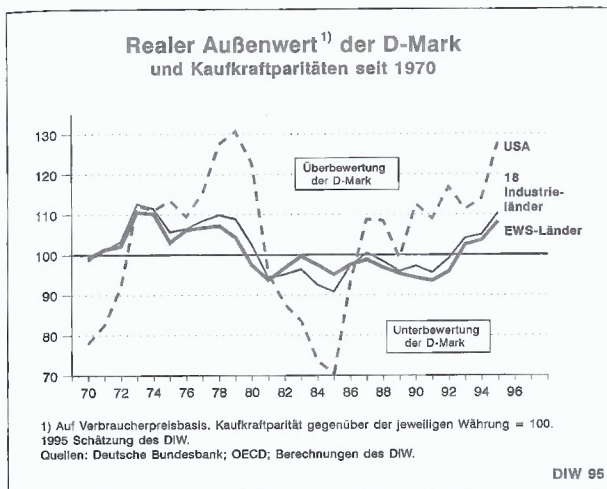


stenentwicklungen gerechtfertigt gewesen wären (Schaubild 1). Um zu verhindern, daß auch der französische Franc in den Sog der Währungsturbulenzen geriet, mußte die Banque de France den kurzfristigen Zins von 6,4 % zeitweilig auf 8 % anheben — und dies, obwohl Frankreich seit 1992 eine spürbar geringere Preissteigerungsrate aufweist als Deutschland. 1993 differierte der Verbraucherpreisanstieg in beiden Ländern um 2 Prozentpunkte, 1994 immer noch um 1½ Punkte. Daß ausgerechnet das preisstabilere Land gegen eine Abwertung seiner Währung kämpfen muß, zeigt, wie wenig Wechselkursbewegungen auf kurze Sicht mit der Entwicklung der Preisrelationen zu tun haben müssen.

In den vergangenen Jahren haben sich von den fundamentalen Daten losgelöste Wechselkursänderungserwartungen immer mehr zu einer eigenständigen Bestimmungsgröße der nominalen wie auch der realen Währungsrelationen entwickelt. Kommt es beispielsweise an den Devisenterminmärkten zu Transaktionen größeren Umfangs (ein Volumen von 10 bis 15 Mrd. US-Dollar reicht dafür schon aus), wird dies von vielen Marktteilnehmern als Signal für Wechselkursänderungen gewertet. Um Aufwertungsgewinne erzielen und Abwertungsverluste vermeiden zu können, schichten international disponierende Anleger ihre Portfolios kurzfristig um. Die Folge ist, daß aus singulären Kursveränderungen ein sich selbst verstärkender Prozeß wird, der zu immer nachhaltigeren Wettbewerbsverzerrungen und zur Verschwendung knapper Ressourcen führt. Auf diese Weise wird Unsicherheit erzeugt und in die Gütermärkte hineingetragen. Daraus ergeben sich negative Konsequenzen für die Investitionstätigkeit. So hat etwa eine reale Aufwertung zur Folge, daß die Ertragserwartungen der Unternehmen gedämpft werden und ihre Investitionsbereitschaft sinkt. Erratische Wechselkurschwankungen können sich somit als eine schwere Hypothek für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung erweisen.

Den Vorteilen, die Wechselkursänderungen temporär als Anpassungsinstrument bieten können, sind somit die

Schaubild 2



Nachteile gegenüberzustellen, die sich bei flexiblen Wechselkursen aus spekulativen Kapitalbewegungen ergeben. Eine Kompromißlösung stellen feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse dar. Ein solches Währungssystem zielt darauf ab, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren, indem Bandbreiten für den nominalen Wechselkurs vorgegeben werden. Eine Stabilisierung der Erwartungen setzt voraus, daß die Bandbreiten hinreichend eng und glaubwürdig sind. Leitkursanpassungen dürfen dann nur fallweise erfolgen und ausschließlich, um einer divergierenden Preis- und Kostenentwicklung der betroffenen Länder Rechnung zu tragen.

Ein System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse stellt somit hohe Anforderungen an die Geld- und Währungspolitik: Werden Leitkursänderungen mit sehr hoher Frequenz vorgenommen, kann es nicht gelingen, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Weisen Leitkursanpassungen hingegen starke Verzögerungen auf, verschiebt sich die Wettbewerbsposition der Teilnehmerländer. Auf diese Weise werden Spekulationswellen provoziert, die ein System fixer, aber anpassungsfähiger Wechselkurse überfordern können.

Das gilt auch für das Europäische Währungssystem. Von 1979 bis Anfang 1987 wurden insgesamt elf Leitkursänderungen vorgenommen, von denen fünf lediglich einzelnen Währungen, insbesondere der Lira und der Dänischen Krone, galten, während die übrigen umfangreiche Realignments darstellten. Schaubild 2 zeigt, daß der *reale* Wechselkurs der D-Mark gegenüber den übrigen EWS-Ländern von 1981 bis 1987 weitgehend stabil gehalten werden konnte. Von 1987 an wurde hingegen der Versuch unternommen, auch den *nominalen* Wechselkurs fest zu verankern. Die Folge war, daß die realen Wechselkurse angesichts divergierender Inflationsraten immer stärker von den Kaufkraftparitäten abwichen. Im September 1992 wurde das EWS von starken Eruptionen erschüttert, die eine Leitkursanpassung erzwangen; im August 1993 wurde es mit der Bandbreitenerweiterung de facto suspendiert.

Das EWS ist zerbrochen, weil die Geld- und Währungspolitik der Mitgliedsländer den nominalen Wechselkurs nicht nur stabilisieren, sondern absolut fixieren wollte. Die Ratio eines solchen Währungssystems besteht jedoch gerade darin, den realen Wechselkurs konstant zu halten. Dazu müssen entweder die Preissteigerungsraten der Teilnehmerstaaten einander angeglichen oder die nominalen Wechselkurse angepaßt werden. Erst wenn Wechselkursänderungen innerhalb der zulässigen (engen) Bandbreite nicht mehr ausreichen, um abweichende Preisentwicklungen der Teilnehmerländer aufzufangen, sind Leitkursanpassungen angebracht. Diese sind immer die „ultima ratio“ eines Systems fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse.

Bei der Angleichung der Preisentwicklung konnten in der Vergangenheit beträchtliche Fortschritte erzielt werden. Schaubild 3 zeigt, daß die Preissteigerungsraten der wichtigsten EWS-Mitglieder seit 1981 konvergieren. Wechselkursrisiken konnten zwar nicht vollständig beseitigt, wohl aber reduziert werden. Das zeigt sich auch in einer Annäherung der Kapitalmarktzinsen (Schaubild 4). Das ist nicht zuletzt eine Folge verminderter Risikoprämien auf langfristige Anlagen, was wiederum der Konvergenz der Inflationsraten und der Mitgliedschaft im EWS zuzuschreiben sein dürfte. Warum also eine Währungsunion?

Stünde allein die Angleichung der Preissteigerungsraten zur Debatte, wäre die Einführung einer gemeinsamen Währung in der Tat kaum sinnvoll. Insbesondere preisstabile Länder wie Frankreich, die Benelux-Staaten und Deutschland hätten dann wenig Anlaß, einer Währungsunion beizutreten. Sie gingen ein Risiko ein, ohne etwas zu erreichen, was nicht auch innerhalb des EWS erreichbar wäre. Entscheidend ist vielmehr, daß eine Währungsunion dazu beitragen kann, die wirtschaftliche Entwicklung in den beteiligten Ländern zu fördern. Nur die vollständige Beseitigung von Wechselkursrisiken schafft die Voraussetzungen dafür, daß knappe Ressourcen dorthin fließen, wo sie am effektivsten eingesetzt werden. Noch wichtiger ist,

Schaubild 3

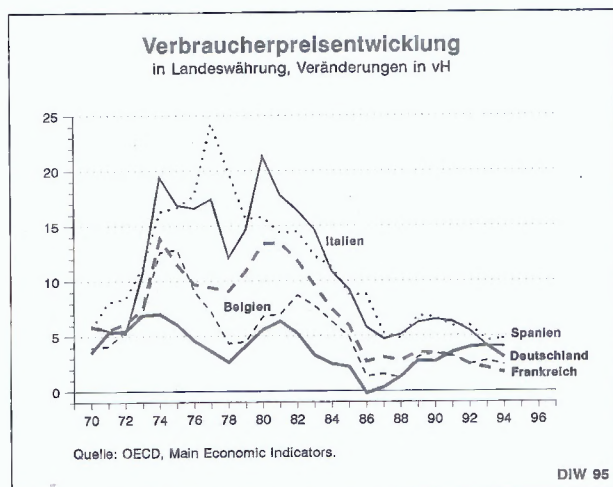
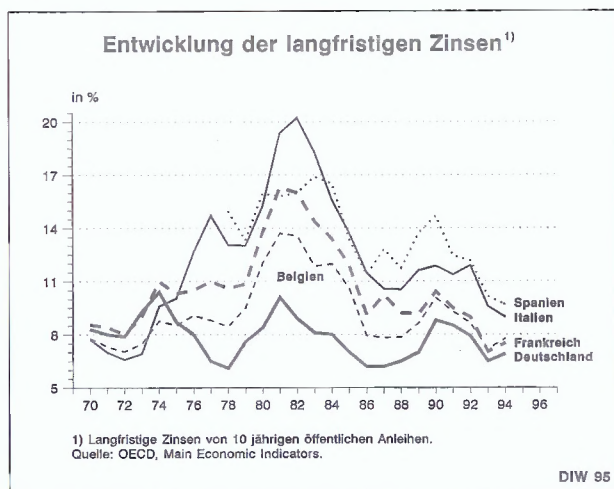


Schaubild 4



daß wahrscheinlich nur ein großer, weitgehend geschlossener Wirtschaftsraum wie Europa eine Geldpolitik betreiben kann, die sich vorwiegend an binnenwirtschaftlichen Kriterien orientiert.

Gerade der zuletzt genannte Aspekt verdient besondere Aufmerksamkeit. Gegenwärtig steht eine fragmentierte Geldpolitik hochintegrierten Finanzmärkten gegenüber. Die Geldpolitik gerät damit immer wieder in das Spannungsfeld zwischen interner und externer Stabilität. Das läßt sich nur vermeiden, wenn auch die Geldpolitik integriert wird. Auf diese Weise kann die Unabhängigkeit der Zentralbanken von Entwicklungen an den Kapital- und Devisenmärkten vergrößert und damit der Wirkungsgrad geldpolitischer Maßnahmen beträchtlich gesteigert werden. Zu fragen ist daher, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit eine Währungsunion nicht das Gegenteil dessen bewirkt, was erreicht werden soll.

Voraussetzungen einer Eurowährung

Eine Wirtschafts- und Währungsunion kann auf Dauer nur dann funktionsfähig sein, wenn Divergenzen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zwischen den verschiedenen Regionen eines Währungsgebietes vermieden werden können. Geschieht dies nicht, steht die Geldpolitik vor der Frage, ob sie stabilitätswidrige Preissteigerungen, die nur eine Region betreffen, monetär alimentieren oder aber bekämpfen soll. Eine Entscheidung zugunsten der ersten Option birgt das Risiko, daß die Bereitschaft zu lohnpolitischer Disziplin auch in den übrigen Regionen nachläßt. Wird die zweite Option gewählt, trifft der dann einzuschlagende Restriktionskurs auch die Regionen, in denen sich die Lohnpolitik stabilitätskonform verhalten hat.

Verzichtet die Geldpolitik hingegen auf Kurskorrekturen, sind gravierende regionale Ungleichgewichte unvermeidlich, die sich in Wachstums- und Beschäftigungsgewinnen in der bevorzugten und in Arbeitslosigkeit in der benachteiligten Region niederschlagen. Die gesamte Last hat unter

diesen Umständen die Finanzpolitik zu tragen, der damit die Aufgabe zufällt, über Transfers für einen regionalen Ausgleich und damit für den Fortbestand der Währungsunion zu sorgen.

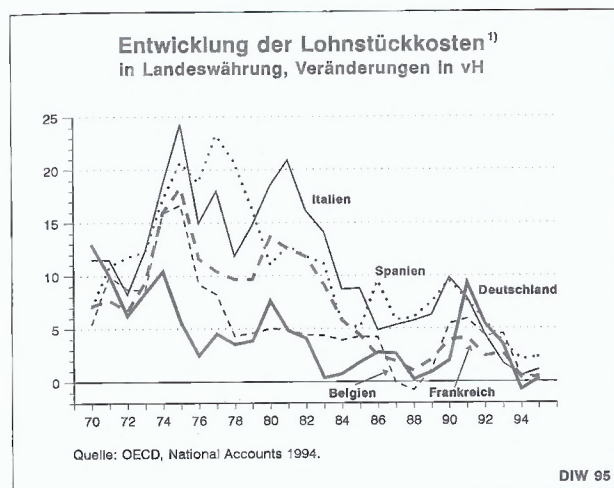
Die Folgen einer Auseinanderentwicklung von Nominallöhnen und Produktivität bei einheitlicher Geldpolitik lassen sich im Lichte der deutschen Vereinigung ohne weiteres zeigen. Der massive Anstieg der Lohnstückkosten in Ostdeutschland hätte zum vollständigen Zusammenbruch der ostdeutschen Industrieproduktion geführt, hätte die Bundesregierung die neuen Bundesländer nicht massiv durch Transfers, also eine Subventionierung unprofitabler Unternehmen, unterstützt. Obgleich die Erfahrungen Ostdeutschlands nicht in jeder Hinsicht auf Europa übertragbar sind, stellt sich die Frage, ob stark divergierende Lohnsteigerungen nicht auch in einer Wirtschafts- und Währungsunion in Europa auftreten könnten. Auch wenn die zu erwartenden Divergenzen weitaus weniger spektakulär sein mögen als in Ostdeutschland, können sie zu einer schweren Belastung eines zwar geld-, aber eben nicht lohnpolitisch integrierten Europas werden.

Eine lohnpolitische Integration setzt voraus, daß die Niveaus der Lohnstückkosten schon mit erheblichem zeitlichen Abstand vor dem Eintritt in die dritte Stufe einander angeglichen werden. Die Konvergenz der Zuwachsraten der Lohnstückkosten ist hingegen noch keine hinreichende Startbedingung für eine Währungsunion. Liegen beispielsweise die Lohnstückkosten in einem Lande deutlich über dem Niveau in den Partnerländern, würde selbst eine unterdurchschnittliche Zunahme der Lohnstückkosten vermutlich nicht ausreichen, das Kostenniveau dieses Landes in einer übersehbaren Zeitspanne auf das Niveau in den anderen Ländern zu drücken. Da Lohnsenkungen nicht in Betracht kommen, müßte im Vorfeld einer Währungsunion noch einmal auf das Instrument der Wechselkursanpassung zurückgegriffen werden. Danach ist die Konvergenz der Zuwachsraten der Lohnstückkosten eine notwendige Bedingung für den Erfolg einer gemeinsamen Währung.

Daß inzwischen eine erhebliche Konvergenz erreicht werden konnte, zeigt Schaubild 5. Eine zentrale Rolle spielte dabei das EWS, das wesentlich zu einer erhöhten Lohndisziplin und damit zu einer Angleichung der Entwicklung der Lohnstückkosten in den Mitgliedstaaten beitrug. Diese Disziplinierung ist Folge des engen Verbundes der kurzfristigen Zinssätze. Abweichungen bei den Lohnstückkosten nach oben haben unmittelbar negative Arbeitsplatzeffekte, da das Ventil der größeren Preissteigerung und einer akkommodierenden Geldpolitik nicht existiert. Das EWS wurde so zum Stabilitätsanker Europas.

Dem EWS kommt deshalb innerhalb des europäischen Einigungsprozesses eine zentrale Funktion zu. Die Bereitschaft, sich der Disziplin eines Systems fester Wechselkurse zu unterwerfen, sagt letztlich mehr über die Bereitschaft zu lohnpolitischer Konvergenz aus als eine Reihe von Einzelindikatoren. Mit der Bandbreitenerweiterung im

Schaubild 5



EWS ist das zentrale Instrument zur Herstellung lohnpolitischer Disziplin aus der Hand gegeben worden. Eine Rückkehr zu den alten Bandbreiten ist daher dringend geboten, um zu verhindern, daß aus einer Konvergenz künftig wieder eine Divergenz wird. Eine Revitalisierung des EWS ist unumgänglich, soll der Konvergenzprozeß fortgesetzt und eine Währungsunion eingeführt werden.

Offene Fragen

Eine Währungsunion ist nicht unwiderruflich. Treten Fehlentwicklungen auf, die dauerhaft das gerade noch als erträglich angesehene Maß überschreiten, ist auch der Fortbestand einer europäischen Währungsunion ernsthaft gefährdet. Das wäre beispielsweise dann der Fall, wenn sich starke inflationäre Tendenzen ergeben oder aber wenn ein Anstieg der Arbeitslosigkeit in einzelnen Regionen nicht mehr mit supranationalen Mitteln eingedämmt werden kann. Damit würde auch der gesamte europäische Einigungsprozeß in Frage gestellt. Entscheidend ist deshalb, welchen Beitrag die Wirtschaftspolitik im vorhinein leisten kann, sollten Fehlentwicklungen nach Beginn der Währungsunion vermieden werden. Damit sind insbesondere die Politikbereiche angesprochen, die gesamtwirtschaftliche Verantwortung tragen: die Lohn-, die Finanz- und die Geldpolitik.

Preisniveaustabilität ist auf Dauer nur möglich, wenn die Lohnsteigerungen gesamtwirtschaftlich innerhalb des Rahmens bleiben, der durch die Zuwachsrate der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität gesetzt wird. Etwaige Bestrebungen der Arbeitnehmer in einzelnen Teilnehmerländern, Lohndifferenziale zwischen den wohlhabenden und den weniger wohlhabenden Nationen binnen kurzer Frist abzubauen, würden die Erreichung dieses Zieles gefährden. Bei einer geringen Mobilität der Arbeitskräfte muß demnach in allen Teilnehmerländern eine vergleichbare Lohndisziplin herrschen. Ob sich diese nach dem Übergang zur dritten Stufe — quasi evolutionär — ergibt, ist allerdings eine offene Frage.

Offen ist ebenso, welches Lohnfindungssystem dazu am besten geeignet ist. Dies betrifft insbesondere den Zentralisierungsgrad der Tarifpolitik. In Großbritannien beispielsweise finden Tarifverhandlungen vorwiegend auf der betrieblichen Ebene, also dezentral, statt. Auch in Frankreich wird dezentral verhandelt. Deutschland und Österreich weisen demgegenüber einen hohen Zentralisierungsgrad auf. In Deutschland wird zwar formell auf regionaler Ebene verhandelt; regionalen Tarifabschlüssen kommt indessen eine wichtige, auch branchenübergreifende Funktion zu. In Österreich hingegen sind die Tarifverhandlungen vollständig zentralisiert. Das Nebeneinander unterschiedlicher Lohnfindungssysteme trägt zwar gewachsenen Traditionen Rechnung und stellt insoweit ein zu schützendes Gut dar; es vergrößert allerdings das Risiko, daß die Tarifparteien einzelner Länder aus dem Stabilitätsverbund ausscharen.

Auf jeden Fall muß verhindert werden, daß die gesamtwirtschaftlichen Folgen lohnpolitischen Fehlverhaltens mit Hilfe von Transfers aus den stabileren Ländern oder einer zentralen politischen Institution kompensiert werden: Die Sanktion „Arbeitslosigkeit“ kann nur greifen, wenn ein solches „bailing out“ von vornherein ausgeschlossen wird. Dies erfordert nicht nur eine weitgehende Einschränkung der regional- und strukturpolitischen Aktivitäten der zentralen europäischen Institutionen; es bedeutet auch den Verzicht auf ein starkes Zentralbudget. Ob die Europäische Union auf Dauer ohne ein Zentralbudget von spürbarem Gewicht auskommt, ist allerdings eine offene Frage. Gerät die europäische Wirtschaft etwa in eine tiefe Krise wie derzeit Japan, kann eine Situation eintreten, in der geldpolitische Maßnahmen von einer koordinierten finanzpolitischen Aktion flankiert werden müssen. Ohne ein starkes Zentralbudget wären langwierige Abstimmungsprozesse zwischen den nationalen Regierungen unvermeidlich, die ein wirksames Krisenmanagement beträchtlich erschweren können. Gerade die deutsche Vereinigung hat gezeigt, daß nur eine Zentralregierung in einem solchen Fall zu raschen und unbürokratischen Entscheidungen fähig ist. Der Verzicht auf ein starkes Zentralbudget bedeutet daher zugleich den Verzicht auf finanzpolitische Handlungsfähigkeit auf der Ebene, auf der die Geldpolitik agiert.

Das verschärft den Einigungszwang bezüglich der Konzeption der künftigen europäischen Geldpolitik. Einfache Antworten sind hier nur dann möglich, wenn die Diskussion auf einem hohen Abstraktionsniveau geführt wird. Das gilt etwa für das Geldmengenkonzept. Aus einer theoretischen Perspektive hat es einiges für sich, das Geldangebot mit einer Rate auszuweiten, die der erwarteten Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht. In der Realität treten dabei jedoch enorme Probleme auf. So muß ein monetäres Aggregat gefunden werden, daß in einer engen Beziehung zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität steht und zumindest auf mittlere Sicht steuerbar ist. Das erfordert Zeitreihen, die hinreichend lang sind, damit zuverlässige statistische Tests durchgeführt werden können. Diese Vor-

aussetzung war bei einer Politik der Geldmengensteuerung im nationalen Rahmen zumeist erfüllt. Anders verhält es sich im Falle einer Währungsunion: Wird nämlich das Währungsgebiet eines Landes ausgeweitet, wie bei der deutschen Währungsunion, oder gar eine vollständig neue Währung eingeführt, wie im Maastricht-Vertrag vorgesehen, ist es keineswegs sicher, daß vormals stabile Beziehungen in unveränderter Form weiter gelten. Gerade die deutsche Vereinigung hat gezeigt, daß eine Strategie der Geldmengensteuerung zeitweilig auf beträchtliche Schwierigkeiten stoßen kann, wenn sich die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nachhaltig ändern. Im Falle einer europäischen Währungsunion dürfte dieses Problem in verschärfter Form auftreten.

Dem stehen mögliche Vorteile gegenüber, die sich aus dem Wegfall von Störeinflüssen ergeben können, die Folge grenzüberschreitender Transaktionen sind. Es gibt Schätzungen, daß etwa 30 bis 40 vH des gesamten (D-Mark-) Bargeldbestandes außerhalb Deutschlands gehalten werden². Diese gehen in die Berechnung der monetären Aggregate ein, ohne unmittelbare Relevanz für die Preisentwicklung innerhalb Deutschlands zu besitzen. Wird eine Währungsunion eingeführt, entfällt dieses Problem. Dennoch ist hier vor übereilten Schlußfolgerungen zu warnen. Gerade wenn eine Währungsunion erfolgreich ist, werden viele „Anrainerstaaten“ Reserven in der neuen europäischen Währung halten, und diese Währung könnte den US-Dollar in Osteuropa verdrängen. Damit stellt sich das Problem der grenzüberschreitenden Transaktionen erneut.

Grundsätzliche Probleme ergeben sich auch daraus, daß systemimmanente Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Wachstumsrate des Produktionspotentials herrscht. Hier bieten sich prinzipiell zwei Möglichkeiten an: Die Zentralbank könnte versuchen, die Wachstumsrate des Produktionspotentials zu quantifizieren und ein entsprechendes Geldmengenziel zu verkünden. Dies entspräche etwa der Vorgehensweise der Deutschen Bundesbank, die dabei auch trendmäßige Veränderungen der Kassenhaltung sowie eine „normative“ Preissteigerungsrate berücksichtigt. Die andere Möglichkeit wird von der amerikanischen Zentralbank praktiziert. Sie verzichtet auf eine explizite Geldmengenregel und steuert „auf Sicht“.

Beide Konzepte weichen in erheblichem Maße von einer idealtypischen Geldangebotssteuerung ab. So werden im einen wie im anderen Konzept Leitzinsvariationen vorgenommen, um das Geldangebot zu beeinflussen. Beide Konzepte erfordern eine genaue Beobachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und lassen sich somit nicht auf ein einfaches Regelwerk reduzieren. Beide Konzepte

weisen zudem spezifische Risiken auf. Bei der Geldmengensteuerung hat die Zentralbank die Aufgabe, die Wachstumsmöglichkeiten einer räumlich und zeitlich offenen Volkswirtschaft zutreffend vorherzusagen. Die bisherigen Versuche dazu stützen sich weitgehend auf die Extrapolation von Vergangenheitsdaten und bleiben unbefriedigend, weil die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung oftmals unterschätzt wird. Gerade in der zweiten Hälfte der 80er Jahre sowie in den Jahren nach der deutschen Vereinigung hat sich dies deutlich gezeigt. Eine Geldpolitik „auf Sicht“ läuft demgegenüber Gefahr, herausziehende Inflationsgefahren nicht rechtzeitig zu erkennen und dann zu spät und zu hart zu bremsen.

Darüber hinaus ist bei einer Entscheidung über die Konzeption einer gemeinsamen Geldpolitik zu berücksichtigen, daß gegenwärtig keine Aussage darüber möglich ist, mit welcher Rate das europäische Produktionspotential nach dem Übergang zur dritten Stufe wachsen kann. Gerade wenn eine Währungsunion erfolgreich ist und die europäische Wirtschaft einen höheren Potentialpfad erreicht, sind Schätzungen der Zuwachsrate des Produktionspotentials mit besonderer Unsicherheit behaftet. Die Extrapolation von Vergangenheitsdaten kann unter diesen Umständen zu einer systematischen Unterschätzung der Produktionsmöglichkeiten führen. Die Geldpolitik einer Europäischen Zentralbank wäre dann ungewollt restriktiv, und die Wachstumschancen der Union würden beschränkt. Auch der Abbau der europaweiten Arbeitslosigkeit könnte dann nicht gelingen. Um Fehlsteuerungen zu vermeiden, wird eine europäische Geldpolitik deshalb zunächst „auf Sicht“ steuern müssen, bis eine hinreichende Datenbasis vorhanden ist.

Eine Währungsunion setzt voraus, daß in den zentralen Fragen der Wirtschaftspolitik Einigkeit erzielt werden kann. Das aber ist nur möglich, wenn diese überhaupt diskutiert werden. Statt dessen rücken technische Probleme mehr und mehr in den Vordergrund — vielleicht ein Ausdruck dafür, wie schwierig die Konsensfindung in den entscheidenden Fragen ist. Ob ein solcher Konsens möglich ist, vermag niemand mit Sicherheit zu sagen. Sicher ist nur eines: Diskutiert man die zentralen konzeptionellen Fragen nicht rechtzeitig offen und in aller Breite, entsteht Konfliktpotential für die Endstufe der Währungsunion, das bei der hohen Volatilität der Kapitalmärkte das ganze Projekt gefährden könnte.

² Vgl. Seitz, F., Der DM-Umlauf im Ausland, Diskussionspapier 1/95 der Volkswirtschaftlichen Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Frankfurt, S. 49.

USA: Geldpolitik am Wendepunkt

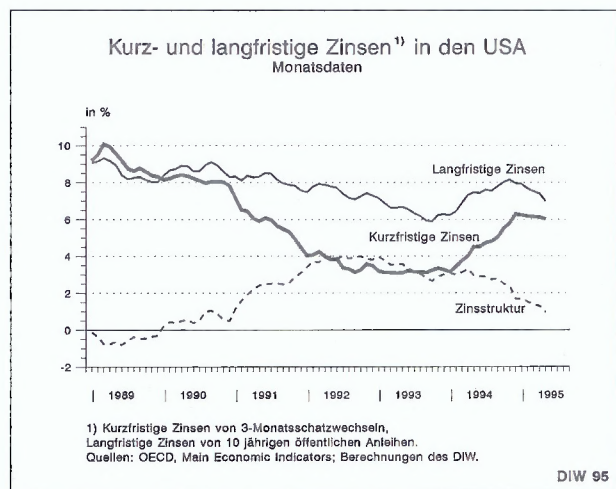
Der geldpolitische Kurs der amerikanischen Notenbank (im folgenden auch "Fed" genannt) steht nach der Straffung, die sie Anfang 1994 einleitete, erneut an einem Wendepunkt. Angesichts des nunmehr deutlich nachlassenden Expansionstempos der amerikanischen Wirtschaft verläßt die Zentralbank mit ihrer Entscheidung, die Zinsen zu senken, ihre Position des „aufmerksamen Abwartens“ (watchful waiting), die sie seit Februar diesen Jahres eingenommen hatte, und schlägt einen expansiveren Kurs ein. Damit dürfte der Zinsgipfel dieses Zyklus trotz des im Jahresdurchschnitt noch kräftigen Wachstums und noch bevor der Preisauftrieb seinen Höhepunkt erreicht hat, überschritten sein. Ein solches Vorgehen liegt auf der Linie der geldpolitischen Strategie, die die Fed seit Mitte der achtziger Jahre verfolgt.

Die Zentralbank beachtet bei ihren Entscheidungen neben den Folgen für die Preisstabilität auch die Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung. Angesichts ihres breiten Zielkatalogs gründet die Fed ihre Maßnahmen auf eine Reihe von Indikatoren. Von besonderer Bedeutung sind Kennzahlen, die die Anspannung auf den Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkten signalisieren. Im Februar 1994 hatte die zu jenem Zeitpunkt recht hohe Kapazitätsauslastung und die niedrige Arbeitslosenquote den Ausschlag dafür gegeben, den monetären Spielraum für die amerikanische Wirtschaft schrittweise zu verengen. Hinzu war seit Oktober 1993 der leichte Anstieg der langfristigen Zinsen gekommen, der erste seit Ende 1992. Diese Konstellation war von der Fed als Indiz für wachsende Inflationsgefahren gedeutet worden, da die Anspannung auf den Märkten zugenommen hatte und erste Inflationserwartungen am Kapitalmarkt sichtbar geworden waren. In der Folge erhöhte sie die Zinsen siebenmal.

Kurswechsel mit Schwierigkeiten

Es zeigte sich, welche komplexen Signale von einem veränderten Kurs der Geldpolitik auf die Kapitalmärkte ausgehen. Die zunächst sehr moderate Zinserhöhung von nur einem Viertelprozentpunkt im Februar 1994 war einerseits ein Signal, daß die Fed keinen nachhaltigen Preisauftrieb zulassen würde. Andererseits war dieses Signal zugleich auch eine Bestätigung oder gar ein Auslöser von Befürchtungen, daß tatsächlich eine Inflationsgefahr bestehen würde. Aus der Sicht der Marktteilnehmer war folglich damit zu rechnen, daß die Entscheidung der Fed nur der Beginn einer Kette von Zinserhöhungen sein würde. Diese plausible und im nachhinein korrekte Einschätzung löste beträchtliche Zinssteigerungen auf den Kapitalmärkten aus. Aufgrund der erwarteten höheren Geldmarktsätze waren die Anbieter nicht mehr bereit, die gleiche Menge an Kapital zum bisherigen Zins längerfristig zur Verfügung zu stellen, da die Attraktivität kürzerfristiger Anlagen zunahm. Diese Verknappung des Angebots führte zu höheren Zinsen auf den Kapitalmärkten, die die von der Zentralbank zu erwartenden Zinsanhebungen auf dem Geldmarkt gleichsam vorwegnahmen. Hinzu kam, daß auch die Investoren

Schaubild 1

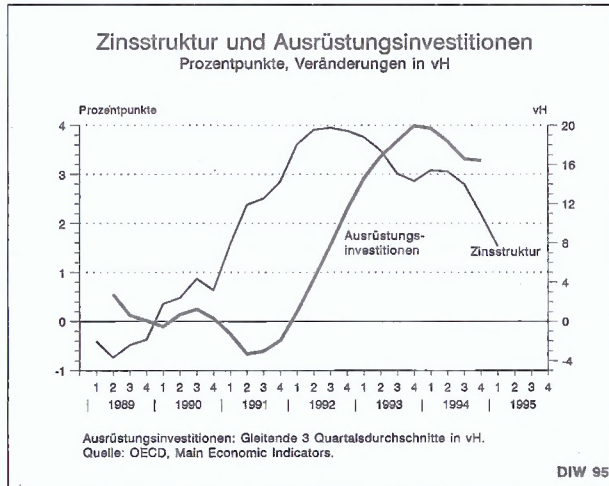


von nunmehr steigenden Zinsen ausgehen mußten und daher einen Anreiz zum Vorziehen von Investitionsprojekten hatten. Das bedeutet, daß auch die Nachfrage nach Kapital zunächst gestiegen sein dürfte. In Verbindung mit der Verknappung des Angebots ergab sich daraus ein zusätzlicher Anstoß in Richtung höherer Kapitalmarktzinsen. Eine solche überschießende Reaktion auf den Kapitalmärkten über veränderte Erwartungen beeinflusst die Wirkung der Geldpolitik unmittelbar nach einem Kurswechsel.

Ein guter Indikator für die Wirkungsrichtung der Geldpolitik ist die Zinsstruktur, d.h. die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen¹. Folgt man diesem Indikator, ergab sich nach der Verschärfung des geldpolitischen Kurses durch die Fed und dem raschen Anstieg der langfristigen Zinsen zunächst das scheinbare Paradoxon, daß die Zinsstruktur zwar expansive Effekte der Geldpolitik anzeigte, obwohl das Gegenteil beabsichtigt war. Dies war aber allein das Resultat der erst durch die geldpolitische Aktion ausgelösten Wahrnehmung von Inflationsgefahren und der von den Marktteilnehmern erwarteten Reaktion

¹ Vgl. Potentialorientierte Geldmengenpolitik und Zinszyklus. Bearb.: Reinhard Pohl. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 1-2/1994.

Schaubild 2



der Fed. Überwunden werden konnte diese widersprüchliche Situation nur durch eine konsequente Fortsetzung des Bremskurses seitens der Fed. Erst wenn bei den Marktteilnehmern nicht mehr die Wahrnehmung einer Gefahr für die Preisstabilität, sondern vielmehr der Eindruck überwiegt, daß durch die Geldpolitik diese Gefahr auch bekämpft wird, kann sich der Zinsanstieg am Kapitalmarkt verlangsamen.

Dies geschah in den USA etwa seit Mitte 1994. Die Zinsdifferenz zu den kurzfristigen Anlagen verringerte sich merklich: Die geldpolitische Straffung dürfte sich damit schließlich in einer Veränderung der Erwartungen niedergeschlagen haben, die jetzt stärker auf Preisstabilität und — damit verbunden — auf eine Dämpfung der konjunkturellen Entwicklung ausgerichtet waren. In den Augen der Marktteilnehmer war es der Fed offensichtlich gelungen, die Zinsen so stark zu erhöhen, daß sie nunmehr eine konjunkturelle und damit auch eine Dämpfung des Preisauftriebs für wahrscheinlich hielten. Dazu beigetragen hat vor allem die kräftige Erhöhung der Leitzinsen im November vergangenen Jahres. Weitere Zinsschritte wurden danach für unwahrscheinlich gehalten.

Dennoch straffte die Fed im Februar ihren Kurs erneut. Damit stellt sich die Frage, ob die geldpolitische Reaktion nicht möglicherweise prononcierter war, als es die wirtschaftliche Situation eigentlich erforderte. Gänzlich ist eine solche Gefahr derzeit nicht von der Hand zu weisen. Seit Ende 1994 gingen die Kapitalmarktzinsen zurück; die Zinsdifferenz zu kurzfristigeren Anlageformen war fast völlig aufgehoben. Von der Geldpolitik gingen somit zunehmend restriktivere Wirkungen aus. Seit März geht die Industrieproduktion tendenziell zurück, und die Beschäftigung nimmt ab. Es kann somit nicht mehr ausgeschlossen werden, daß die angestrebte und erwünschte Verminderung der Anspannung auf den Märkten in eine unerwünschte Rezession übergeht. Die Stabilitätsgefahren haben sich damit verlagert; das größte Problem für die Geldpolitik besteht nunmehr darin, die Abschwächung des Expansions-

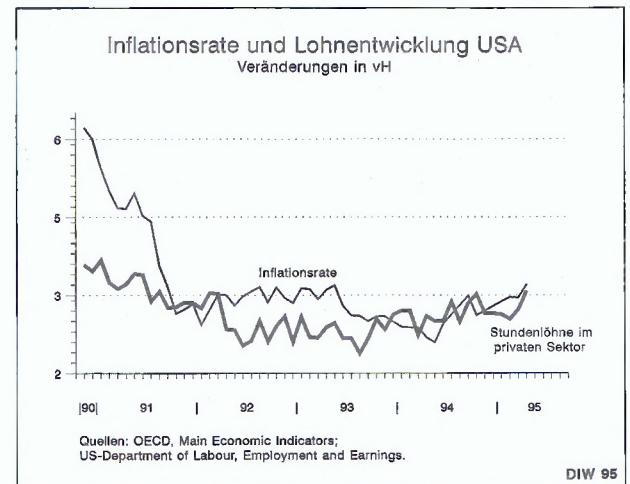
tempos nicht zu stark ausfallen zu lassen. Vor diesem Hintergrund änderte die Fed ihren Kurs Anfang Juli.

Eine positive Bilanz

Während des jüngsten Konjunkturzyklus dürfte der amerikanischen Zentralbank im Unterschied zu den siebziger und frühen achtziger Jahren eine frühzeitige und weitgehend korrekte Einschätzung der Stabilitätsgefahren geglückt sein. Die Geldpolitik in den USA weist in Verbindung mit der Lohnentwicklung seit 1989 bemerkenswerte Erfolge aus. So gelang es, die Inflationsrate, die 1990 noch auf über 6 vH gestiegen war, auf etwa 3 vH zu begrenzen, ohne daß eine nachhaltige Beschleunigung in Sicht wäre. Dabei expandierte die amerikanische Wirtschaft sehr kräftig. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist seit 1992 um über 10 vH gewachsen, das entspricht einer durchschnittlichen Rate von etwa 3,4 vH pro Jahr. Die Beschäftigung hat sich im gleichen Zeitraum um 6 vH erhöht; dies sind durchschnittlich jährlich fast 2 vH. Dies alles geschah vor dem Hintergrund einer besonders während der letzten Jahre restriktiven Fiskalpolitik, die sich fast ausschließlich um die Konsolidierung des Staatshaushaltes bemühte. Hinzu kam, daß zu Beginn des Jahres 1993 viele europäische Handelspartner in eine Rezession gerieten, die auch den Export der USA negativ beeinflusste. Eigentlich bestanden damit keine günstigen Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufschwung der amerikanischen Wirtschaft.

Daß dieser trotzdem gelang, beruht zu einem nicht geringen Teil auf der sehr frühen Reaktion der Zentralbank auf die Rezessionsgefahr. Anfang der 90er Jahre, als der Preisauftrieb seinen Höhepunkt noch lange nicht erreicht hatte, begann sie mit einer Politik der vorsichtigen Lockerung der monetären Bedingungen und verließ langsam ihren Restriktionskurs, indem sie bei zunächst noch unverändertem Diskontsatz die Geldmarktzinsen von fast 10 % (1989) auf 7 % (Ende 1990) sinken ließ. Auslöser für diese ersten Schritte dürfte die allmählich abnehmende Kapazitätsaus-

Schaubild 3



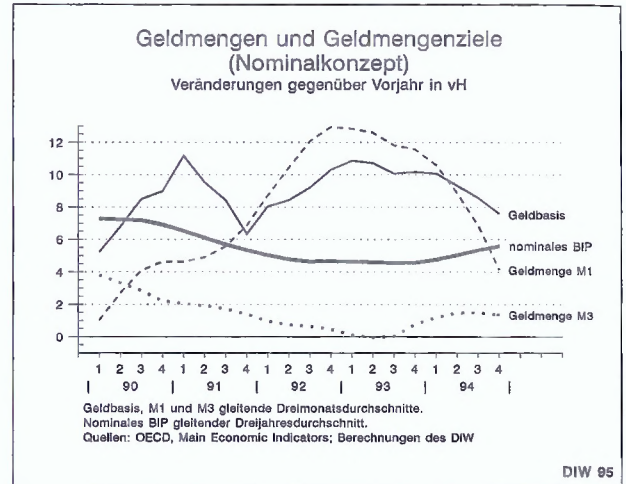
trächtlich unterhalb der Zielgröße. Nach diesem Befund wäre die Geldpolitik seit 1991 viel zu restriktiv gewesen. Tatsächlich sind beide Resultate wegen der Dominanz der Umschichtungen der Geldanlagen wenig aussagekräftig. Sie reflektieren lediglich die starken Zinsänderungen während dieses Zeitraums.

Zuweilen wird vorgeschlagen, anstelle des Potentialpfads das BIP aus mehreren Perioden der Vergangenheit als ein „nominales Ziel“ zu wählen⁴. Als Argument für ein solches Konzept wird angeführt, daß die Begrenzung des Geldmengenwachstums z.B. durch die Zunahme des nominalen Bruttoinlandsprodukts ebenfalls das Entstehen eines Inflationsprozesses verhindern könne. Auch mit diesem Ziel, so wird argumentiert, bestünde Informationssicherheit für die Marktteilnehmer infolge einer Regelbindung für die Zentralbank. Zudem sei dieses Konzept einer Potentialorientierung vorzuziehen, da die Potentialberechnungen nicht frei von Unsicherheiten seien. Die Setzung eines nominalen Ziels trage zudem der Unkenntnis über die Aufspaltung des Wachstums in nominale und reale Entwicklungen Rechnung⁵.

Sowohl konzeptionell als auch quantitativ bestehen aber keine grundlegenden Unterschiede zwischen einer potentialorientierten und einer nominalen Zielen verpflichteten Geldpolitik, weil die in der Potentialregel gebildete Summe aus Potentialwachstum und tolerierter Inflation auch ein nominales Ziel ist. Die darin enthaltene Inflationsrate ist zwar als Norm zu verstehen, trägt aber dem Grundsatz der Stetigkeit insofern Rechnung als mit ihr sprunghafte Veränderungen der Inflationsraten gegenüber der Vergangenheit vermieden werden sollten.

Unterstellt man einmal einen gleitenden Dreijahresdurchschnitt der Wachstumsraten des BIP in laufenden Preisen als nominales Ziel, so ergeben sich für M1 und M3 etwa die gleichen Schlußfolgerungen wie im Fall einer potentialorientierten Geldpolitik. M1 überschritt bereits 1991 den Zielpfad nicht zuletzt deshalb, weil der Zielpfad wegen der Rezession sogar ein wenig niedriger verlief. Folglich hätte die Fed trotz der Abschwächung ihren Kurs straffen müssen. Dies zeigt, daß nominale Zielsetzungen, die als gleitender Durchschnitt aus der Vergangenheit berechnet werden, eine prozyklische Wirkung entfalten können. Für M3 erhält man wieder das entgegengesetzte Resultat: Dieses Aggregat bleibt weit unterhalb des Zielpfades; ein Hinweis auf eine „zu restriktive Ausrichtung“ der Geldpolitik. Einige Autoren empfehlen, daß nicht M1 oder M3, sondern die Geldbasis das geeignete monetäre Instrument sei, da sich die übrigen monetären Aggregate wegen ihrer instabilen Wirkungen als weitgehend untauglich erwiesen hätten⁶. Aber auch für dieses Instrument erhält man das erstaunliche Ergebnis, daß die Fed sogar noch vor Beginn der Rezession ihren Kurs hätte verschärfen müssen. Auch bei nominalen Zielen waren somit die Geldmengenaggregate wenig aussagekräftig, da Substitutionsbeziehungen zwischen Einlagen verschiedener Fristigkeit das Bild dominierten.

Schaubild 5



Fazit

Alles in allem vermögen die geldpolitischen Schlußfolgerungen, die sich bei einer Anwendung des Konzepts der Geldmengensteuerung in den USA ergeben hätten, nicht zu überzeugen. Eine frühere Straffung, wie sie bei einer Orientierung an M1 notwendig gewesen wäre, hätte wahrscheinlich von 1992 an zu erheblichen Wachstums- und Beschäftigungsverlusten im Vergleich zum Status quo geführt. Bei einer noch stärkeren Lockerung wie sie bei einer Orientierung an M3 angesagt gewesen wäre, hätte sich angesichts der zunehmenden Anspannung auf den Märkten die Inflationsgefahr wohl erhöht.

Vieles spricht daher für die Ergebnisse neuerer empirischer Studien, die zu dem Schluß kommen, daß der Informationsgehalt von Geldmengenaggregaten im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung in den USA gering ist⁷. Wesentlich aussagekräftiger sind die Zinsentwicklungen, insbesondere die Zinsstruktur. Diese Resultate stützen die Vorgehensweise der Fed, ihre Aktionen auf eine breite Palette von Anspannungsindikatoren, z.B. Kapazitätsauslastung, Arbeitslosenquote und Kapitalmarktzinsen, zu stützen. Sie dürfte zu Recht davon ausgehen, daß der Informationsgehalt dieser Größen hinsichtlich der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung hinreichend groß ist, um frühzeitig Maßnahmen zur Bekämpfung von Stabilitätsgefahren einzuleiten. In diesem Rahmen ist die Zinsentwicklung sowohl als bedeutsamer Indikator als auch als ein entschei-

⁴ Vgl. hierzu: Mc Callum a.a.O. und Meltzer: „Some Lessons of Monetary Management“, in: Kredit und Kapital Bd. 22, 1989.

⁵ Vgl. Brittan: „Achieving Stability“ in: Financial Times vom 15.06.1995.

⁶ Vgl. McCallum a.a.O.

⁷ Vgl. Bernanke, Blinder: „The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission“, in: American Economic Review vol. 82, 1992; und Friedman, Kuttner: „Money, Income, Prices and Interest Rates“, in: American Economic Review, vol. 82, 1992.

denes Instrument anzusehen. Folglich sind der Rückgang der Kapitalmarktzinsen und der Produktion ernstzunehmende Hinweise für eine drohende Rezession, die eine Reaktion bei den Geldmarktzinsen erforderte, obwohl der Höhepunkt des Preisauftriebs noch nicht ganz erreicht sein dürfte. Es liegt demnach auf ihrer bisher verfolgten geldpolitischen Linie, wenn die Fed unter diesen Umstän-

den eine Zinssenkung vorgenommen hat. Konsequentermaßen im Rahmen ihrer Konzeption wäre es, wenn die Lockerung so lange anhielte, bis die Geldmarktzinsen wieder deutlich unter den Kapitalmarktzinsen liegen. Auf diese Weise würde die Verschärfung des Restriktionskurses seit Jahresbeginn wieder zurückgenommen, und die Gefahr des Abgleitens in eine Rezession dürfte abnehmen.

Aus den Veröffentlichungen des DIW Beiträge zur Strukturforschung

Erscheinen seit 1967.

- Heft 143 **Untersuchungen zur Einkommensverteilung und -umverteilung in der DDR 1988 nach Haushaltsgruppen und Einkommensgrößenklassen auf der methodischen Grundlage der Verteilungsrechnung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung.** Von Klaus-Dietrich Bedau, Jürgen Boje, Dietmar Dathe, Ruth Grunert, Volker Meinhardt, Jochen Schmidt, Heinz Vortmann. 193 S. 1993. (3-428-07833-0). DM 106,— / öS 827,— / sFr 106,—.
- Heft 144 **Modellrechnung zu den steuerlichen Effekten des Wohnungsbaus mit Bezug auf globale Ergebnisse der Einkommenssteuerstatistik.** Von Bernd Bartholmai. 95 S. 1993. (3-428-07838-1). DM 82,— / öS 640,— / sFr 82,—.
- Heft 145 **Die Bedeutung des internationalen Dienstleistungshandels für die Bundesrepublik Deutschland.** Von Hans J. Petersen, Fritz Franzmeyer, Herbert Lahmann, Siegfried Schultz und Christian Weise. 311 S. 1993. (3-428-07841-1). DM 158,— / öS 1.233,— / sFr 158,—.
- Heft 146 **Analyse der direkten und indirekten Förderungseffekte für einen Wohnungsbaujahrgang am Beispiel Hamburgs.** Von Bernd Bartholmai. 110 S. 1993. (3-428-07862-4). DM 88,— / öS 687,— / sFr 88,—.
- Heft 147 **Finanzielle und finanzpolitische Konsequenzen eines gemeinsamen Bundeslandes Berlin-Brandenburg.** Von Dieter Vesper. 138 S. 1993. (3-428-07897-7). DM 96,— / öS 749,— / sFr 96,—.
- Heft 148 **Die Weltbevölkerung von den Anfängen des anatomisch modernen Menschen bis zu den Problemen seiner Überlebensfähigkeit im 21. Jahrhundert.** Von Rolf Kregel. 124 S. 1994. (3-428-07993-0). DM 98,— / öS 765,— / sFr 98,—.
- Heft 149 **Berechnung und Bewertung der Verkehrsinfrastruktur in den neuen Bundesländern.** Von Heinz Enderlein, Uwe Kunert und Heike Link. 178 S. 1994. (3-428-07992-2). DM 114,— / öS 890,— / sFr 114,—.
- Heft 150 **Quantitative Szenarien zur Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung in Deutschland bis zum Jahr 2000.** Von Bernd Görzig, Martin Gornig und Erika Schulz. 114 S. 1994. (3-428-08001-7). DM 98,— / öS 765,— / sFr 98,—.
- Heft 151 **Wechselwirkungen zwischen Infrastrukturausstattung, strukturellem Wandel und Wirtschaftswachstum.** Von Stefan Bach, Martin Gornig, Frank Stille und Ulrich Voigt. 249 S. 1994. (3-428-08188-9). DM 138,— / öS 1077,— / sFr 138,—.
- Heft 152 **Arbeitslosenstruktur und Bewegungen bei Arbeitslosigkeit und Beschäftigung in Berlin.** Von Klaus-Peter Gaulke. 179 S. 1994. (3-428-08187-0). DM 118,— / öS 921,— / sFr 118,—.
- Heft 153 **Gesamtwirtschaftliche Position der Medien in Deutschland 1982-1992.** Von Wolfgang Seufert. 263 S. 1994. (3-428-08255-9). DM 142,— / öS 1108,— / sFr 142,—.
- Heft 154 **Zeitreihen für das Bauvolumen in der Bundesrepublik Deutschland.** Von Bernd Bartholmai unter Mitarbeit von Jochen A. Hübener, Manfred Melzer, Joachim Schintke und Nicolai Mynter. 115 S. 1994. (3-428-08256-7). DM 98,— / öS 765,— / sFr 98,—.
- Heft 155 **Technologische Wettbewerbsfähigkeit der Bundesrepublik Deutschland — Theoretische und empirische Aspekte einer international vergleichenden Analyse.** Von Dieter Schumacher, Heike Belitz, Alfred Haid, Kurt Hornschild, Hans J. Petersen, Florian Straßberger, Harald Trabold unter Mitarbeit von Marian Beise. 369 S. 1995. (3-428-08360-1). DM 178,— / öS 1.389,— / sFr 178,—.
- Heft 156 **Aufbau des industriellen Mittelstands in den neuen Bundesländern.** Von Heike Belitz, Dietmar Edler, Frank Fleischer, Kurt Hornschild, Angela Scherzinger und Florian Straßberger. 191 S. 1995. (3-428-08372-5). DM 122,— / öS 952,— / sFr 122,—.
- Heft 157 **Wirtschaftliche Aspekte einer Vereinigung der Länder Brandenburg und Berlin.** Von Thomas Döring, Kurt Geppert, Manfred Horn, Eckhard Kutter und Dieter Vesper. 304 S. 1995. (3-428-08373-3). DM 158,— / öS 1.233,— / sFr 158,—.
- Heft 158 **Industriegüterimporte der EG aus Lateinamerika — Rahmenbedingungen und Perspektiven —.** Von Hans J. Petersen, Uta Möbius, Katharina Müller, Siegfried Schultz und Christian Weise. 218 S. 1995. (3-428-08393-8). DM 132,— / öS 1.030,— / sFr 132,—.
- Heft 159 **Ein System von Input-Output-Tabellen für die Bundesrepublik Deutschland — Konzeption, Erstellung, Auswertung.** Von Utz-Peter Reich, Reiner Stäglin, Carsten Stahmer unter Mitarbeit von Joachim Schintke und Wolfgang Eichmann. 324 S. 1995. (3-428-08394-6). DM 164,— / öS 1.280,— / sFr 164,—.

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 Schreittl, Dr. Bernhard Seidel, Dr. Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner.

Gratwanderung zur Eurowährung? Bearbeitet von Marcel Stremme. —

USA: Geldpolitik am Wendepunkt. Bearbeitet von Gustav-Adolf Horn.

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

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

Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304