

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **ZWEIUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1981 – 31. MÄRZ 1982**

**BASEL**

**14. Juni 1982**

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	1
I. Der schmale Pfad der Wirtschaftspolitik . . . . .	3
II. Rezession, konjunkturelle Erholung und Wachstum: Probleme und Wege der Wirtschaftspolitik . . . . .	10
Schwerpunkte (S. 10); Nachfrage und Produktion: die kurzfristige Entwicklung (S. 11); Probleme des öffentlichen Sektors (S. 15); der US-Staatshaushalt (S. 15); das Problem chronischer Haushaltsdefizite (S. 20); Umfang des Staatssektors (S. 24); Energiesituation (S. 27); Anlageinvestitionen und Wachstumsverlangsamung (S. 30); Investitionen und Ersparnisbildung (S. 30); langsames Wachstum und die Folgen (S. 36)	
III. Inflation und Arbeitslosigkeit . . . . .	38
Schwerpunkte (S. 38); jüngste Preisentwicklung (S. 39); Rohstoffpreisschocks, Wechselkurse und Inlandspreise (S. 43); Löhne, Produktivität und Arbeitslosigkeit (S. 47); Wirkungszusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit (S. 51); Beschäftigung und Wachstum der Erwerbsbevölkerung (S. 54); Starrheiten auf dem Arbeitsmarkt (S. 56); Ausmerzen der Inflation: Rechtfertigt das Ergebnis die Kosten? (S. 58); Einige wirtschaftspolitische Überlegungen (S. 61)	
IV. Geldpolitik und Finanzmärkte . . . . .	65
Schwerpunkte (S. 65); Hauptmerkmale der aktuellen Zinsentwicklung (S. 66): <i>Nominalzinsen</i> (S. 66), <i>die Instabilität der Zinsen</i> (S. 68), <i>Realzinssätze</i> (S. 70), <i>Laufzeiten und Zinsentwicklung</i> (S. 71), <i>Zinssätze und Wechselkurse</i> (S. 71); grundlegende Einflüsse auf die Zinsentwicklung (S. 73): <i>geldpolitische Ausrichtung</i> (S. 73), <i>reale Geldbestände</i> (S. 75), <i>Umlaufgeschwindigkeit des Geldes</i> (S. 76), <i>Bankkredite</i> (S. 77); Finanzierungspositionen des privaten Sektors und Kreditmärkte (S. 79); öffentlicher Finanzierungsbedarf und Finanzmärkte (S. 80); Deregulation und finanzielle Neuerungen (S. 84); Inflationserwartungen, Risikoprämie und andere Faktoren (S. 85); strukturelle Auswirkungen hoher und variabler Zinsen (S. 86); Zielvorgaben und Techniken der Geldpolitik (S. 87): <i>monetäre Zielvorgaben und Geldmengenentwicklung</i> (S. 88), <i>Geldmengensteuerung auf kurze Sicht</i> (S. 89), <i>Geldmengendefinition: ein wachsendes Problem</i> (S. 92), <i>finanzielle Innovationen</i> (S. 95); monetäre Zielvorgaben: Die Bedeutung einer flexiblen Geldmengensteuerung (S. 96)	

V. Internationale Zahlungsbilanzen . . . . . 99

Schwerpunkte (S. 99); das globale Zahlungsbilanzgefüge (S. 100): *Leistungsbilanzentwicklungen* (S. 100), *Finanzierung der weltweiten Zahlungsbilanzungleichgewichte* (S. 106); Zahlungsbilanzentwicklungen in den Zehnergruppenländern und der Schweiz (S. 108): *Anpassungen der Leistungsbilanzpositionen* (S. 108), *Kapitalverkehr und Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte* (S. 117)

VI. Internationale Kredit- und Anleihemärkte . . . . . 124

Schwerpunkte (S. 124); Gesamtzahlen der internationalen Ausleihungen im Jahre 1981 (S. 125); wesentliche Einflüsse (S. 127); Herkunft und Verwendung der internationalen Bankmittel (S. 132); Inanspruchnahme der internationalen Kreditmärkte durch Nichtbanken aus Ländern der Zehnergruppe (S. 136); Währungsstruktur der internationalen Bankenaktivität (S. 139); Entwicklungen in den einzelnen Marktzentren (S. 141); internationale Anleihemärkte (S. 145)

VII. Internationale Währungslage . . . . . 153

Schwerpunkte (S. 153); Entwicklung der Wechselkurse (S. 154); tägliche Ausschläge der Dollarkassakurse (S. 165); Veränderung der realen Wechselkurse und der internationalen Wettbewerbspositionen (S. 167); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 171); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 174)

VIII. Die Tätigkeit der Bank . . . . . 182

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 182); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 185): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 186), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 188), *Goldtermingeschäfte* (S. 190); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 191); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 192); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 192); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 195)

Schlußbemerkungen . . . . . 197

\* \* \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1982

## VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

	Seite
Rezession, konjunkturelle Erholung und Wachstum: Probleme und Wege der Wirtschaftspolitik	
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten . . . . .	12
Industrieproduktion ★ . . . . .	14
Finanzierungsdefizit des US-Bundshaushalts und private Bruttoersparnis . . . . .	16
Kreditbudget der US-Bundesregierung . . . . .	17
Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in Prozent der privaten Bruttoersparnis 1966-81 . . . . .	22
Ausgaben der öffentlichen Haushalte gemessen am Bruttosozialprodukt ★ . . . . .	25
Wirtschaftswachstum und Anteil der öffentlichen Ausgaben am Bruttosozialprodukt ★ . . . . .	26
Energie- und Ölverbrauch in den OECD-Ländern . . . . .	28
Reale Unternehmensinvestitionen (ohne Wohnungsbau) . . . . .	31
Bruttoanlageinvestitionen (Inland) . . . . .	32
Anteil der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen . . . . .	33
Inländische Bruttoersparnis . . . . .	35
Inflation und Arbeitslosigkeit	
Inflation in den Zehnergruppenländern und der Schweiz ★ . . . . .	40
Anstieg der Verbraucherpreise ★ . . . . .	41
Entwicklung der Verbraucherpreise . . . . .	42
Weltmarktpreise: Öl und übrige Rohstoffe ★ . . . . .	44
Preise für Außenhandels Güter, Inlandspreise und effektive Wechselkurse ★ . . . . .	46
Entwicklung der Nominallohne . . . . .	48
Lohnstückkosten ★ . . . . .	49
Löhne und Produktivität in der verarbeitenden Industrie 1974-76 und 1979-81 . . . . .	50
Arbeitslosigkeit . . . . .	51
Inflation und Arbeitslosigkeit 1960-82 ★ . . . . .	52
Erwerbsbevölkerung und Beschäftigung . . . . .	55

## Geldpolitik und Finanzmärkte

Kurz- und langfristige Zinssätze ★	67
Monatsschwankungen der Zinssätze	69
Tagesschwankungen kurzfristiger Zinssätze	69
Kurz- und langfristige Realzinssätze ★	70
Geldmenge, Zinsen und Wechselkurse ★	72
Geldmengenwachstum	74
Reale Geldmenge und reales Bruttosozialprodukt ★	75
Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit der Geldbestände in weiter und enger Abgrenzung ★	77
Bankensystem – Kredite an Unternehmen und Privatpersonen sowie gesamte Inlandskredite	78
Öffentliche Kreditaufnahme und Verschuldung	81
Nettofinanzersparnis	83
Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Ziele und Wachstum	88
Variabilität der Veränderung der Geldaggregate	90
Variabilität der Veränderung von M1 in den USA	91
Beitrag der einzelnen Komponenten zum Wachstum der Geldbestände in weiter Abgrenzung	93

## Internationale Zahlungsbilanzen

Leistungsbilanzsalden 1979–81	101
Veränderungen in den Komponenten der Leistungsbilanz der OPEC-Länder 1980/81	102
Veränderungen in den Komponenten der aggregierten Handelsbilanz der Zehnergruppenländer und der Schweiz 1979–81 (Schätzung)	103
Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder 1980/81 (Schätzung)	107
Komponenten der Veränderungen in den Handelsbilanzen (ohne Öl) der Zehnergruppenländer und der Schweiz 1980/81 (Schätzung)	110
Zehnergruppenländer und Schweiz: Kapitalverkehr und Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte 1980/81	118

## Internationale Kredit- und Anleihemärkte

Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken sowie internationale Anleiheemissionen	126
US-Prime rate, Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Gefälle gegenüber den Inlandszinsen ★	128
Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditmarktmittel	133
Der internationale Bankensektor als Markt für Einlagen und Finanzierungsquelle für Nichtbanken in der Zehnergruppe und der Schweiz	137
Währungsstruktur der Eurokreditmarktmittel	140

	Seite
Veränderung der Auslandspositionen der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken . . . . .	142
Internationale Anleihen . . . . .	145
Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ★ . .	148
Regionale Aufgliederung der Auslandspositionen der Banken im Berichtsgebiet sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken . . . . .	149
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken nach Währungen untergliedert . . . . .	150
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken . . .	151/152

### Internationale Währungslage

Ausgewählte Industrieländer: Schwankungen der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar 1980-82 ★ . . . . .	155
Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980-82 ★ . .	156
Deutschland und USA: Veränderung der Kassakurse und der Zinsdifferenzen 1980-82 ★ . . . . .	158
Veränderungen der nominalen Wechselkurse, Januar 1981-April 1982 . . . . .	159
Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbunds des EWS 1981/82 ★ . . . . .	161
Entwicklung der nominalen und realen Wechselkurse der übrigen EWS-Währungen gegenüber der D-Mark sowie des Inflationsgefälles zwischen den übrigen EWS-Partnerländern und Deutschland in den Jahren 1976-82 ★ . . . . .	163
Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkassakurse 1973-82 ★ . . . . .	166
Ausgewählte Industrieländer: Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse auf der Basis der relativen Großhandelspreise industrieller Produkte 1973-82 ★ . . . . .	167
Ausgewählte Industrieländer: Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse auf der Basis der relativen Lohnstückkosten 1973-82 ★ . . . . .	169
Weltgoldgewinnung (Schätzung) . . . . .	171
Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung) . . . . .	172
Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1980-82 ★ . . . . .	173
Veränderung der Weltwährungsreserven 1979-81 . . . . .	175
Struktur der Anlage von Devisenreserven 1977-81 . . . . .	179

### Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten drei Geschäftsjahren . . . . .	185
Struktur der Passiva in den letzten drei Geschäftsjahren . . . . .	186
Fremdmittel (Herkunft) . . . . .	187
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten) . . . . .	188
Aktiva (Sachkategorien) . . . . .	189
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ . . . . .	190
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	192

# ZWEIUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 14. Juni 1982 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 52. Geschäftsjahr (1. April 1981–31. März 1982) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 857 665 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 66 938 821 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 67 004 609 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 16 938 821 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 135 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 20 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 2 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den Rest von 28 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1981/82 den Aktionären am 1. Juli 1982 gezahlt.

## I. DER SCHMALE PFAD DER WIRTSCHAFTSPOLITIK

Das bestimmende Merkmal des Jahres 1981 und der ersten Monate von 1982 war die Beinahe-Stagnation der wirtschaftlichen Aktivität in den Industriestaaten der gesamten westlichen Welt, die einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit mit sich brachte. Dieses beunruhigende Phänomen, seine Beschreibung und Analyse, die Bewertung der sich daraus ergebenden positiven und negativen Konsequenzen und eine Prüfung der wirtschaftspolitischen Wahlmöglichkeiten der Regierungen bilden den Kern dieses Berichts. In diesem einführenden Kapitel werden die wichtigsten Elemente der Analyse dargelegt, wobei die Rolle der hohen Realzinsen ausführlicher erörtert wird; den Schlußbemerkungen ist es vorbehalten, die wichtigsten wirtschaftspolitischen Empfehlungen zu formulieren. Die Hauptaussage dieses Kapitels lautet, daß sich die westlichen Industrieländer gegenwärtig in einer höchst instabilen Lage befinden. Zwar wurden beträchtliche Erfolge beim Kampf gegen die Inflation erzielt, aber die grundlegenden Inflationserwartungen sind noch immer stark; andererseits sind zahlreiche Kräfte am Werk, die die Welt auf eine Stagnation hinsteuern.

Verschiedene Faktoren haben zum Stillstand des Wirtschaftswachstums beigetragen. Einige davon sind keineswegs neu; seit nun fast zehn Jahren waren sie ununterbrochen für die allgemeine Verlangsamung der ökonomischen Entwicklung von Bedeutung. Die Verschlechterung der unternehmerischen Ertragslage ist ein Schlüsselfaktor für das niedrige Gesamtvolumen der Investitionen, während das Niveau der realen Arbeitskosten die Investitionstätigkeit mehr in Richtung auf arbeitskräftesparende Rationalisierung als auf Erweiterung lenkt. Die Erfahrungen mit der Inflation und stark schwankenden Wechselkursen – ebenfalls keine neuen Erscheinungen – verstärken das Klima der Unsicherheit, in dem wirtschaftliche Entscheidungen gefällt werden, schwächen die Kapitalbildung und führen zu einer Fehlallokation der Ressourcen. Die wachsende Steuerlast und andere Einkommensbelastungen untergraben die Initiative und den Willen zur Leistung und fördern das Entstehen einer Parallelwirtschaft, mit allen Verzerrungen, die dies unausweichlich zur Folge hat. Ganz allgemein erstickt der wachsende Staatsanteil allmählich die Aktivität des Unternehmenssektors, während die berechtigte Abneigung gegen hohe öffentliche Haushaltsdefizite eine antizyklische Finanzpolitik nach traditionellem Muster ausschließt.

Der kumulative Effekt dieser langfristig wirkenden Wachstumshemmnisse wurde durch die zwei Ölpreisschocks verstärkt, deren zweiter der Weltwirtschaft in den Jahren 1980 und 1981 seinen Stempel aufdrückte – durch seine direkten und indirekten rezessiven Einflüsse, durch den Auftrieb, den er der Preisentwicklung gab, sowie durch die schwerwiegenden Ungleichgewichte, die er im internationalen Zahlungsbilanzgefüge schuf.

Letztlich kann kaum ein Zweifel daran bestehen, daß die restriktive Ausrichtung der Wirtschaftspolitik in den letzten zwei Jahren zu der Verlangsamung des



Wachstums beigetragen hat. Im Gegensatz zur Reaktion auf den ersten Ölpreisschock, als die Regierungen von Land zu Land sehr unterschiedlich vorgingen, entschlossen sich angesichts der zweiten Welle von Ölpreiserhöhungen nahezu alle größeren Länder, dem Kampf gegen die Inflation die Priorität vor allen anderen wirtschaftspolitischen Zielen einzuräumen. Tatsächlich hatten sie keine andere Wahl. Was den internationalen Zusammenhang anbetrifft, so hatten diejenigen Länder, die im Teufelskreis von Abwertung und Inflation gefangen gewesen waren, keine Neigung, diese schreckliche Erfahrung noch einmal zu machen, während die anderen Staaten, mit Blick auf die Gefahren der importierten Inflation, feste Wechselkurse anstrebten. Binnenwirtschaftlich gesehen war niemand versucht, den sogenannten „trade-off“ zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit zu nutzen, um die Beschäftigung zu steigern, da man die Überzeugung gewonnen hatte, daß mehr Inflation und höhere Arbeitslosigkeit Hand in Hand gehen. Sich an den Erfahrungen der Vergangenheit orientierend, schlugen die Wirtschaftspolitiker daher mit seltener Einmütigkeit einen allgemein restriktiven Kurs ein. Da die Inflation sich als hartnäckig erwies, war das Anfangsergebnis dieser Politik ein Rückgang der Wirtschaftstätigkeit.

Vom monetären Standpunkt aus betrachtet war das allgemein sich herausbildende hohe Realzinsniveau der augenfälligste und zugleich der beunruhigendste Aspekt der jüngsten Wirtschaftsentwicklung. Gemessen an der gegenwärtigen Inflationsrate hat dieser Tatbestand durch die jüngste Abschwächung des Preisanstiegs weiter an Schärfe gewonnen. Das hohe Realzinsniveau behindert die Erholung der Investitionstätigkeit, greift die finanzielle Struktur der Unternehmen an und erhöht die Last des Schuldendienstes derjenigen Länder beträchtlich, die sich auf den internationalen Märkten verschuldet haben. Folglich hemmt es das Wachstum und setzt die Finanzinstitute großen Risiken aus.

Die Ursachen dieser hohen Realzinssätze – seit Kriegsende ein ungewöhnliches Ereignis in einer Stagnationsphase – liegen sowohl im Einfluß von Faktoren, die in gewissem Umfang in allen Industrieländern anzutreffen sind, als auch – im Falle Japans und der Bundesrepublik Deutschland – in der besonderen Wirkung des außerordentlich hohen Realzinsniveaus in den USA.

Einen großen Teil der Verantwortung für die anhaltend hohen Realzinssätze trägt die unzureichende Koordinierung der antiinflationären Maßnahmen. In den meisten Ländern entfällt die Hauptlast der Inflationsbekämpfung auf die restriktive Geldpolitik, wie am realen Rückgang einer großen Zahl von Geldaggregaten augenscheinlich wird. Andererseits hat mit wenigen Ausnahmen die Finanzpolitik den Antiinflationkurs der Währungsbehörden nicht unterstützt. Sicherlich ist es schwierig, den Härtegrad der Finanzpolitik vor dem Hintergrund von Unterbeschäftigung und Inflation zu messen: Das effektive Defizit des öffentlichen Sektors wird selbst durch Arbeitslosigkeit und Inflation beeinflußt. Gleiches dürfte für die reale Finanzersparnis des Haushaltssektors gelten. Gleichwohl kann man mit Sicherheit sagen, daß die Finanzpolitik in einer großen Zahl von Ländern nicht gerade restriktiv wirkte – besonders angesichts des langfristigen Wachstumstrends des öffentlichen Sektors – und daß sie in einigen wichtigen Fällen unverhohlen expansiv ausgerichtet blieb oder wurde.

Auch die Hartnäckigkeit der Inflationserwartungen trug zum hohen Realzinsniveau bei. Es ist schwierig, eine völlig zufriedenstellende Erklärung für die Fortdauer hoher Realzinssätze in einer Rezessionsperiode zu finden, es sei denn, man betrachtet die jüngste Abschwächung der Inflation nur als eine vorübergehende Erscheinung, was eine andere Formulierung dafür ist, daß die Realzinsen vielleicht gar nicht so hoch sind, wenn man sie an der erwarteten Inflationsrate mißt. Daß der Abbau von Inflationserwartungen schwierig ist, sollte nicht sehr überraschen. Schließlich wurden sie durch eine lange Inflationserfahrung, durch die Wahrnehmung einer Vielzahl von Starrheiten im Prozeß der Lohn- und Einkommensbildung und durch Zweifel an der Entschlossenheit der Behörden genährt, eine unbeirrte Antiinflationspolitik zu verfolgen. Um die erwartete Inflationsrate mit der gegenwärtigen in Übereinstimmung zu bringen, müßte das Betreiben einer entschiedenen antiinflationären Politik auf Dauer erlebt werden und ein anhaltender Prozeß der Desinflation in Gang kommen. Eine solche Erfahrung würde sicherlich den nominalen und realen Zinssatz auf ein akzeptableres Niveau bringen – aber mit welcher Verzögerung?

Daß die Inflationserwartungen anhalten, steht nicht ohne Beziehung zum Defizit des öffentlichen Sektors. Es mag stimmen, daß die Öffentlichkeit aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit die Hauptverantwortung für das Fortdauern des Inflationsprozesses der übermäßigen Ausweitung der Geldmenge zuschreibt. Es ist aber nicht weniger richtig, daß die Öffentlichkeit das allzu schnelle Wachstum der Geldaggregate auch mit der Größe des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors verbindet: Sie wird erwarten, daß das Defizit der öffentlichen Hand früher oder später durch eine monetäre Expansion finanziert wird. Mit anderen Worten: ein anhaltend großes und zudem wachsendes Defizit wird die Besorgnis der Öffentlichkeit erhöhen, daß es um die Entschlossenheit der Behörden, den Kampf gegen die Inflation bis zum glücklichen Ende zu führen, schlecht bestellt ist.

Von den entwickelten Industrieländern haben die USA das höchste Realzinsniveau erreicht, wobei jenes der langfristigen Zinssätze im Frühjahr 1982 7% überschritt, gegenüber vergleichbaren Realzinssätzen von 2½ bis 5% in den anderen großen Ländern. Die Spitzenposition der USA sollte kaum eine Überraschung sein; denn der Konflikt zwischen einer deutlich antiinflationären Geldpolitik und einer bewußt expansiv ausgerichteten Budgetpolitik ist in diesem Land am ausgeprägtesten. Trotz zunehmender Schwierigkeiten, die Geldbestände zu definieren und zu messen, erscheint die Wachstumsabschwächung der eng definierten Geldmenge in den USA eindrucksvoll; gleichzeitig zeigen alle Vorausschätzungen, daß der Kreditbedarf der öffentlichen Hand in Zukunft beträchtlich zunehmen wird, obgleich das gegenwärtige Haushaltsdefizit im Vergleich zu anderen Ländern noch bescheiden ist, jedenfalls in Relation zur Größe der Volkswirtschaft.

Außer dem Konflikt zwischen dem Härtegrad der Geldpolitik und dem der Budgetpolitik gibt es noch andere Faktoren, die in den USA die Realzinsen eher hoch halten. Erstens reicht die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen weiter als in den meisten anderen Ländern. Zweitens verharrt die Kreditnachfrage des privaten Sektors auf einem unverändert hohen Niveau, vielleicht als eine Folge der Verschlechterung der Ertragslage der Unternehmen.

Schließlich verdienen zwei weitere Faktoren Erwähnung, die beide in Beziehung zu den in den USA angewandten geldpolitischen Steuerungstechniken stehen. Erstens haben die Schwierigkeiten der amerikanischen Währungsbehörden, ihre quantitativen monetären Zielvorgaben kurzfristig zu erreichen, – Schwierigkeiten, die in einem Klima starker finanzieller Innovationen und erheblicher wirtschaftlicher Gegenkräfte zunehmen – bei den Marktteilnehmern möglicherweise eine zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich der Entschlossenheit entstehen lassen, mit der die amerikanische Zentralbank ihre Antiinflationpolitik verfolgt. Damit wurde indes die bereits bestehende, größere Unsicherheit angesichts der weiter zu erwartenden hohen Budgetdefizite nur geringfügig verstärkt. Die allgemeine Unsicherheit scheint bis jetzt den bemerkenswerten Rückgang der Wachstumsrate der Geldmenge M1 im Gesamtjahr 1981 ebenso überdauert zu haben wie die ausgeprägte Abschwächung der Inflationsrate. Zweitens dürfte die größere Unbeständigkeit der kurzfristigen Zinsen auf die langfristigen Zinsen eine Art von Unsicherheitsprämie aufgeschlagen haben. Paradoxiereise haben der strategische Erfolg der amerikanischen Geldbehörden bei der Inflationsbekämpfung sowie, was bei engerer Sichtweise als ein taktischer Fehlschlag gewertet werden könnte, die gleichzeitige größere Unbeständigkeit der Zinssätze und der Geldmengengrößen Kräfte freigesetzt, die zusammen mit dem Budget den langfristigen Realzins nach oben drücken. Man wird abwarten müssen, ob der Einfluß dieser rein technischen Faktoren auf das lange Ende des Marktes ein dauerhaftes Phänomen ist oder ob er nur Teil eines ziemlich lang währenden Lernprozesses ist, der bei Anwendung neuer monetärer Steuerungstechniken unausweichlich sein dürfte; besonders in einer Periode, in der eine rege finanzielle Innovationstätigkeit mit einer aktiven Inflationsbekämpfung Hand in Hand geht.

Das Realzinsniveau in den USA ist als solches beunruhigend wegen seines Einflusses auf die US-Wirtschaft und dadurch auf die wirtschaftliche Aktivität in der übrigen Welt. Es beunruhigt auch dadurch, daß es direkt das Zinsniveau in anderen Ländern hoch hält. Natürlich wäre es eine Übertreibung zu behaupten, daß der Zustand der amerikanischen Finanzmärkte allein für das gegenwärtige Zinsniveau in den anderen Industriestaaten verantwortlich ist; wie schon ausgeführt wurde, drängen fast überall die öffentlichen Stellen mit einem hohen Kreditbedarf auf die Märkte, und auch aus anderen Gründen bleiben die Inflationserwartungen ungebrochen. Wenngleich außerdem die Nominalzinsen in einigen Ländern historisch gesehen sehr hoch sind, die Realzinsen sind es nicht. Schließlich, und dies ist ein fragwürdiger Trost, haben die Länder in unterschiedlichem Ausmaß ihr Zinsniveau dadurch abzuschirmen versucht, daß sie ihre Wechselkurse abwärts gleiten ließen.

Gleichwohl kann behauptet werden, daß ohne den amerikanischen Einfluß die Nominal- und die Realzinsen in zumindest zwei wichtigen Ländern – in Japan und der Bundesrepublik Deutschland – im Frühjahr 1982 auf einem Niveau gewesen wären, das mit den Erfordernissen eines binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts besser übereingestimmt hätte. Dieser amerikanische Einfluß ist allerdings nicht mehr so stark, wie er für Deutschland im vergangenen Jahr und für Japan vor zwei Jahren gewesen war, als die Leistungsbilanzdefizite der beiden Länder ihre Währungen genau in dem Moment automatisch unter Druck setzten, als der starke Anstieg der Ölpreise die außenwirtschaftlichen Defizite und die inländische Inflation erneut in

die Höhe trieb. Den Behörden beider Länder blieb kaum eine andere Wahl, als hinzunehmen, daß ihre eigenen Zinssätze in den Sog der hohen Zinsen in den USA gezogen wurden.

Im Frühjahr 1982 stellt sich die Situation etwas anders dar. Sowohl Japan als auch Deutschland haben aus zwei Gründen gegenüber den am US-Geldmarkt herrschenden Bedingungen einen größeren Manövrierspielraum gewonnen. Zum einen hat sich ihre Leistungsbilanz wieder verbessert; zum anderen hat die Schwäche des Yen und der D-Mark gegenüber dem Dollar mit dem Rückgang der Dollarpreise für Öl und andere Rohstoffe nicht länger die gleichen inflationären Rückwirkungen. Gleichwohl ist ungeachtet dieses neuen Freiheitsgrads die Abhängigkeit der deutschen und japanischen Marktzinsen von den US-Zinsen noch nicht ganz geschwunden, wenngleich schwächer geworden. Der feste Dollar verlangt, daß die Zinsen auf einem Niveau gehalten werden, das für die Erfordernisse des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts in Deutschland und Japan unnötig hoch ist.

Wie steht es nun um die allgemeinen ökonomischen Rückwirkungen der Beinahe-Stagnation in den entwickelten Industriestaaten? Bei weitem nicht alle Effekte sind negativ.

Unter den positiven Effekten gebührt der Ehrenplatz der ausgeprägten Inflationsabschwächung, die seit Ende 1981 nahezu überall in Erscheinung trat, nachdem sie in Japan, den USA und Großbritannien zuerst einsetzte. Der vorige Jahresbericht wies bereits auf die Anfänge dieser Entwicklung hin. Was halb Prognose und halb Hoffnung war, scheint nun Wirklichkeit geworden zu sein, um so mehr, als das Nachgeben der Inflationsrate nicht einfach der Wende auf dem Ölmarkt, dem Rückgang der Rohstoffpreise oder anderen Phänomenen zugeschrieben werden darf, die sich als kurzlebig erweisen könnten. Zum Teil liegt die Begründung auch in der positiveren Entwicklung der Grundtendenz der Inflation, d.h. in der jüngsten Verlangsamung des Wachstums der Nominallöhne und dem schon früher eingetretenen Rückgang der Reallöhne. Letzteres ist von entscheidender Bedeutung, nicht nur deshalb, weil es für den dauerhaften Erfolg der Inflationsbekämpfung ausschlaggebend ist, sondern auch, weil es die Grundlage für ein Wiederaufleben der Investitionen und für die Umstrukturierung der Industrie schaffen könnte. Wo diese Entwicklung bereits eingetreten ist, spiegelt sie die Bereitschaft der privaten Haushalte wider, einen Teil der Belastung der Realeinkommen, die sich aus den zwei Ölpreisschocks ergibt, auf sich zu nehmen. Sie könnte deshalb längerfristig eines der Ungleichgewichte korrigieren, unter denen unsere Volkswirtschaften leiden, nämlich die fundamentale Verschlechterung der Ertragslage der Unternehmen.

Die zweite positive Rückwirkung besteht in dem Einfluß auf den Ölmarkt. Die Abschwächung des Ölpreises und die Beseitigung des OPEC-Leistungsbilanzüberschusses bilden das Hauptereignis des Winters 1981/82. Ein weiterer Anstieg der Ölpreise, besonders real, aber auch nominal, hätte ein unbegrenztes Verschleppen der Stagflation und der ernststen internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte bedeutet – beides Faktoren, die das Wachstum ersticken. Obwohl das Energieproblem langfristig noch nicht gelöst wurde, ist es kurzfristig sehr stark gemildert worden. Zu einem Zeitpunkt, in dem Zweifel geäußert wurden über die Fähigkeit des internationalen Bankensystems, die durch den OPEC-Überschuß verursachten

hohen Defizite weiter zu finanzieren, und die Banken unter dem Druck verschiedenartiger politischer Krisen standen, muß der Abbau der OPEC-Überschüsse als ein Ereignis von außergewöhnlicher Bedeutung gesehen werden. Er ist um so bemerkenswerter, weil er nicht allein dem Einfluß des rezessiven Konjunkturklimas in der Welt zuzuschreiben ist. Einsparungen beim Ölverbrauch aufgrund eines allgemein sparsamen Umgangs mit Energie sowie der Substitution von Öl durch andere Energieträger haben ebensoviel, vielleicht sogar mehr dazu beigetragen. Diese Einsparungen sind Ausdruck der bemerkenswerten Fähigkeit des Marktes zur Anpassung und beweisen, wenn es eines Beweises bedürfte, die Wirksamkeit eines ungehindert funktionierenden Preissystems. Sie allein sind daher schon eine Ermutigung.

Auf der Kehrseite der Medaille ist das Ausmaß der Arbeitslosigkeit die für die industrialisierten Länder binnenwirtschaftlich drückendste der negativen Rückwirkungen. Die Arbeitslosigkeit begann schon in den frühen siebziger Jahren zu steigen. Der relativ starke Anstieg der Erwerbsbevölkerung, der zum Teil durch demographische Faktoren und zum Teil durch die wachsende Zahl der in das Erwerbsleben eintretenden Frauen verursacht wurde, fand eine Zeitlang nicht einen entsprechenden Ausgleich im Anstieg der Beschäftigung, die gleichwohl in verschiedenen Ländern weiter aufwärtsgerichtet blieb. Die dadurch hervorgerufene Arbeitslosigkeit brachte ohnehin schon zahlreiche Probleme mit sich; die neuerdings durch den Rückgang der Beschäftigung in praktisch allen fortgeschrittenen Industrieländern erzeugte Arbeitslosigkeit ist jedoch untragbar geworden. Die Aussichten sind offengestanden düster; die ungenügende Kapitalbildung in der Vergangenheit würde es auch bei Eintritt einer wirtschaftlichen Erholung schwierig machen, ein akzeptables Beschäftigungsniveau zu erreichen.

Im internationalen Kontext gesehen hat die flauere Wirtschaftsaktivität in den Industrieländern das Wachstum in den Entwicklungsländern beträchtlich gehemmt und deren Terms of trade verschlechtert. Für den Lebensstandard dieser Länder bringt die Verlangsamung des Wachstums viel schwerwiegendere Opfer mit sich als die Beinahe-Stagnation für die Länder mit hohem Einkommensniveau. Das ist für die ärmsten unter ihnen offensichtlich. Es gilt aber auch für die vielen sich zu einer Industriegesellschaft entwickelnden Schwellenländer: Wie können sie ihren Entwicklungsprozeß fortsetzen? Neben der Verschlechterung ihrer realen Austauschverhältnisse trägt auch das hohe Zinsniveau in wachsendem Maße zu der Last ihres Schuldendienstes bei und könnte durchaus zu einem guten Teil, vielleicht sogar vollständig, den Vorteil aus dem Rückgang der Ölpreise aufheben. Angesichts ihres relativ niedrigen Energieverbrauchs könnten diese Länder aus dem spektakulären Umschwung am Ölmarkt deshalb nur indirekt Nutzen ziehen, nämlich über dessen potentiell positiven Einfluß auf das Wachstum in den Industrieländern.

Vielleicht zum ersten Mal seit Kriegsende finden sich die Industrieländer mit einer Situation solch schroffer Gegensätze konfrontiert: Auf der einen Seite hat es bei der Inflationsbekämpfung einige bemerkenswerte Erfolge gegeben, und die Entwicklungen am Ölmarkt haben einen gewichtigen Faktor des Ungleichgewichts im internationalen Zahlungsbilanzgefüge beseitigt; auf der anderen Seite geben die steigende Arbeitslosigkeit in den Industrieländern und die alarmierende Verschlechterte-

rung der Position der Entwicklungsländer unter Einschluß einiger Ölförderländer Anlaß zu großer Sorge.

Dies ist eine Situation, die Nationalökonomien als ein fundamental instabiles Gleichgewicht bezeichnen würden. Die erreichten Erfolge sind noch nicht so gesichert, daß sie nicht leicht wieder verloren gehen könnten, wenn die Antiinflationpolitik zu bald gelockert würde. Gleichzeitig wäre es ein Fehler, die Kraft der Faktoren zu unterschätzen, die eine geordnete Erholung des Wirtschaftswachstums verhindern oder die Weltwirtschaft sogar weiter schwächen könnten. Der bedeutsamste dieser Faktoren ist das hohe Realzinsniveau, wie schon in diesem einleitenden Kapitel ausführlicher dargelegt wurde. Es gibt aber noch andere, die im weiteren Verlauf dieses Berichts analysiert werden: die Verknappung der internationalen Liquidität; der ungünstige Einfluß der zahlreichen politischen Unsicherheiten auf das internationale Bankwesen; schließlich das Verhalten der Wechselkurse, die sich als höchst instabil erweisen und in einigen Fällen der Entwicklung der Wettbewerbsposition des jeweiligen Landes direkt zuwiderlaufen.

Zwischen der Szylla einer erneuten Inflationsbeschleunigung und der Charybdis einer sich hinziehenden Stagnation scheint nur ein außerordentlich schmaler Weg hindurchzuführen.

## II. REZESSION, KONJUNKTURELLE ERHOLUNG UND WACHSTUM: PROBLEME UND WEGE DER WIRTSCHAFTSPOLITIK

### Schwerpunkte

Das Jahr 1981 begann vor dem Hintergrund eines wieder etwas stärkeren Produktionswachstums in den Industrieländern, im Gefolge insbesondere einer konjunkturellen Erholung in den USA nach der kurzlebigen Rezession zur Jahresmitte 1980 und des Abklingens der Auswirkungen des zweiten Ölpreisschocks. Unmittelbar danach stagnierte jedoch erneut die Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern insgesamt, und am Ende des vergangenen Jahres war die Produktion in Nordamerika wie auch in Japan angesichts einer weiter restriktiven Nachfragesteuerung und einer nur langsamen Anpassung der Inflationsraten wieder rückläufig. Da auch in den europäischen Ländern die Konjunktur die meiste Zeit im Jahr verhalten war, stieg die Arbeitslosigkeit im Herbst und in den ersten Wintermonaten allgemein recht stark an.

Einige Auswirkungen dieser Entwicklung wurden in den ersten Monaten dieses Jahres deutlich sichtbar. Die merklich günstigere Preissituation, die teilweise eine Folge der recht spektakulären Schwäche des Ölmarkts war, wird in Kapitel III behandelt. Auf den ersten Blick sind somit zwei der wesentlichen Hemmnisse der wirtschaftlichen Entwicklung beträchtlich entschärft. Gleichwohl wird in diesem Kapitel unter anderem resignierend die Frage gestellt, wieviel an grundlegender Anpassung in diesen jüngsten Vorgängen enthalten ist.

Seit geraumer Zeit bereits wird man sich zunehmend einer Reihe entscheidender wirtschaftlicher Wachstumshemmnisse bewußt; zu diesen zählen so verschiedene Faktoren wie die Starrheit von Löhnen und Preisen, die Energieversorgung, die Verfügbarkeit natürlicher Ressourcen und Umweltprobleme. Andererseits ist erkannt worden, daß das Wirtschaftswachstum wahrscheinlich für einige Zeit niedriger und die Arbeitslosigkeit höher sein wird, als es weltweit in der Zeit vor 1973 der Fall war. Zur Entwicklung der jüngsten Zeit ist freilich zu sagen, daß Produktion und Beschäftigung nicht einmal diesen realistischeren Erwartungen entsprochen haben. Das langsame Wachstum ging zeitweise nahezu in Stagnation über. Auf kurze Sicht stellt sich daher die Frage, ob sich die Preisentwicklung und Ölversorgung auch bei einem verhaltenen Wirtschaftswachstum so günstig dargestellt hätten – und erst recht, ob die alten Probleme bei einer leichten Erholung der Wirtschaftstätigkeit wiederkehren würden. Längerfristig gesehen ist zu fragen, ob sich jene Bedingungen grundlegend verändert haben, die zuvor zu einem qualitativ erheblichen Zurückschrauben der Erwartungen in bezug auf Wachstumstrends und Arbeitslosenquoten geführt hatten.

Die Analyse beginnt mit einem Überblick über die kurzfristigen Entwicklungen und befaßt sich danach mit den Problemen, die die Haushaltspolitik der USA

aufwirft. Das Paradoxon liegt darin begründet, daß die Ankündigung hoher zukünftiger Haushaltsdefizite offenbar in die Gegenwart zurückwirkt, indem sie das Zinsniveau höher läßt, als sonst zu erwarten gewesen wäre – und zwar inner- wie außerhalb der USA. Aus diesem Grunde wirkte die Wirtschaftspolitik kurzfristig kontraktiver, als ursprünglich wohl beabsichtigt war. Dies bedeutet wiederum, daß die Entscheidung, Deckungslücken zukünftiger US-Budgets zu verringern, für kurze Zeit die Weltwirtschaft stimulieren könnte, da dadurch ein Beitrag zur Zinssenkung geleistet wird, ohne die monetären Zielvorgaben zu ändern.

Ein solcher Beschluß wäre wohl einer der wenigen gangbaren Wege für ein kurzfristiges Eingreifen, bedenkt man den Zustand der Staatshaushalte in den übrigen Ländern. Im weiteren Verlauf des Kapitels werden dann die Auswirkungen erörtert, die sich aus den hohen und anhaltenden Haushaltsdefiziten in fast allen Ländern ergeben, sowie die Hindernisse aufgezählt, die in dieser Situation den Einsatz der Finanzpolitik für herkömmliche antizyklische Zwecke blockieren.

Schließlich werden im Abschnitt „Probleme des öffentlichen Sektors“ Wachstum und Größe des öffentlichen Sektors selbst untersucht. Es wird dargelegt, daß staatliche Ausgabenprogramme mehr auf die mittelfristigen Wachstumsperspektiven abstellen müssen, wenn verhindert werden soll, daß die Steuern auf einer wirtschaftsschädigenden Höhe verharren.

Eine mittelfristige Einschätzung der Energieversorgungssituation fällt aus leicht ersichtlichen Gründen schwerer. Es bestehen kaum Zweifel, daß die Öleinsparungen frühere Annahmen übertroffen haben. Hingegen kann nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob sich diese Entwicklung hin zu einer sparsameren Verwendung von Energie in ähnlich günstiger Weise fortsetzen wird oder ob das Ende dieses Prozesses lediglich vorgezogen worden ist. Strategische Überlegungen und die latente Gefahr unvorhersehbarer Krisen liefern Argumente für ein weiteres Vortreiben der Energieeinsparungen und insbesondere der Ölsubstitution in den Industrieländern.

Als letztes wird die Tendenz langsamen Wachstums analysiert, sich aus sich selbst heraus potentiell fortzusetzen. Ein langsames Wachstum der Märkte hemmt die Investitionen, was wiederum das Produktions- und Beschäftigungspotential der Wirtschaft verringert. Auch können sich strukturelle Anpassungen, die zum Abbau der verschiedenen Hemmnisse unentbehrlich sind, in einem Klima der Stagnation verzögern. Dies gilt sowohl für die Qualität des Kapitalstocks als auch vielleicht für die Qualität und Allokation des Arbeitskräftepotentials. Das Kapitel schließt mit der Bemerkung, daß die Hoffnung auf eine allmähliche, aber nachhaltige Besserung untrennbar mit der Schaffung von Investitionsanreizen verbunden ist. Allerdings ist zunächst kaum abzusehen, wie dies nennenswert zu einer sofortigen Besserung der Arbeitsmarktsituation beitragen könnte.

### **Nachfrage und Produktion: die kurzfristige Entwicklung**

1981 wuchs das Bruttosozialprodukt in den Industrieländern im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr nur um wenig mehr als 1%. Im gesamten OECD-Raum



Größere Industrieländer:  
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten

	Jahr	Reales Brutto-sozial-produkt	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen privat			Export	Import	Vorrats-investi-tionen*
			privat	öffent-lich	ohne Woh-nungs-bau	Woh-nungs-bau	öffent-lich			
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA .....	1978	4,8	4,7	1,4	9,1	3,0	7,3	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,5	3,1	- 3,0	-18,6	1,3	10,0	- 0,1	- 0,2
	1981	2,0	2,5	1,5	2,5	- 6,0	- 6,8	- 0,4	5,9	0,5
	1981 IV	0,9	1,1	3,2	3,6	-22,1	- 8,6	0,0	8,5	0,3
Japan .....	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	1,1
	1980	4,2	0,6	2,2	6,5	- 9,6	- 3,5	18,7	- 4,0	1,0
	1981	2,9	0,6	3,6	1,6	- 1,0	4,8	16,4	5,7	0,3
	1981 IV	1,8	1,2	3,2	1,0	1,0	0,0	13,5	13,3	0,3
Deutschland (BR) .....	1978	3,6	4,0	4,2	5,8	2,6	6,4	4,1	5,2	0,8
	1979	4,4	3,3	3,3	8,4	7,9	9,1	5,8	11,0	2,1
	1980	1,8	1,7	2,8	3,3	2,9	5,7	5,9	5,8	1,4
	1981	- 0,3	- 1,1	2,1	- 2,1	- 3,7	- 6,9	8,9	2,1	- 0,1
	1981 IV	0,8	- 1,2	1,3		- 4,9		17,4	2,0	- 1,2
Frankreich .....	1978	3,8	4,7	4,3	4,1	- 1,7	- 3,0	6,1	6,2	0,9
	1979	3,3	3,5	1,8	4,0	2,6	1,5	7,4	11,4	1,7
	1980	1,1	1,7	1,3	5,2	- 3,5	1,4	2,9	7,3	2,0
	1981	0,2	2,2	2,3	- 2,3	- 1,4	- 0,7	5,1	1,0	- 0,1
	1981 IV	2,3	2,7	1,6		- 2,8		8,1	4,9	1,4
Großbritannien	1978	3,3	5,6	2,1	10,2	14,1	- 8,8	1,9	3,9	0,8
	1979	1,4	4,7	1,7	6,0	-15,1	- 3,9	2,6	11,2	1,3
	1980	- 1,7	0,1	2,1	3,8	-13,4	- 5,0	0,3	- 3,4	- 1,8
	1981	- 1,0	0,2	0,9	- 1,8	-13,5	-17,9	- 2,0	- 2,0	- 1,8
	1981 IV	0,8	0,7	- 0,4	- 0,6	4,5	-18,8	3,1	11,7	0,0
Italien .....	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,1	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,7	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	3,9	4,3	2,1	9,8	4,9	14,9	- 4,3	8,3	3,6
	1981	- 0,2	0,2	1,8	- 2,5	0,7	6,4	6,0	- 5,4	- 0,8
	1981 IV	0,6	- 3,2			- 1,2		12,1	- 2,8	.
Kanada .....	1978	3,7	2,8	1,6	2,2	- 3,3	- 2,1	10,3	4,6	0,2
	1979	3,0	2,0	0,5	12,1	- 7,3	- 5,6	2,7	6,0	1,5
	1980	0,0	1,0	- 0,5	8,6	-10,6	- 0,4	1,0	- 2,2	- 0,6
	1981	3,0	1,7	2,0	6,9	1,4	1,8	1,4	3,1	0,5
	1981 IV	1,0	0,3	1,8	6,7	-11,6	4,7	- 2,3	0,6	- 0,4
OECD insgesamt	1978	3,8	3,9	3,4		4,6		5,6	5,1	0,5
	1979	3,4	3,3	2,1		3,5		6,4	8,2	1,0
	1980	1,2	1,1	2,6		- 1,0		5,6	1,3	0,7
	1981	1,1	1,0	1,5		- 0,5		4,0	0,5	0,2
	1981 IV	1,0	1,0	2,0		- 2,5		7,0	5,5	.

\* In Prozent des Bruttosozialprodukts des Vorjahres.

ergab sich fast der ganze Produktionszuwachs vor der Jahresmitte, und in Nordamerika und Japan begann sich das Bruttosozialprodukt bis zum Jahresende sogar zurückzubilden. Demgegenüber zeichnete sich in Großbritannien und Frankreich im Jahresverlauf eine Erholung ab, im ersten Land aufgrund eines Erstarkens konjunktureller Auftriebskräfte und im zweiten unter dem Einfluß einer leichten Lockerung des wirtschaftspolitischen Restriktionskurses. Dennoch ergab sich über das

Jahr gesehen für die westeuropäischen Länder insgesamt nicht das geringste Produktionswachstum.

Am unmittelbarsten wurde diese Entwicklung durch das Anschwellen der Importe der OPEC-Länder zu Beginn des Jahres, das hohe Zinsniveau in den USA und das generelle Beibehalten der antiinflationären Ausrichtung der Nachfragepolitik beeinflusst.

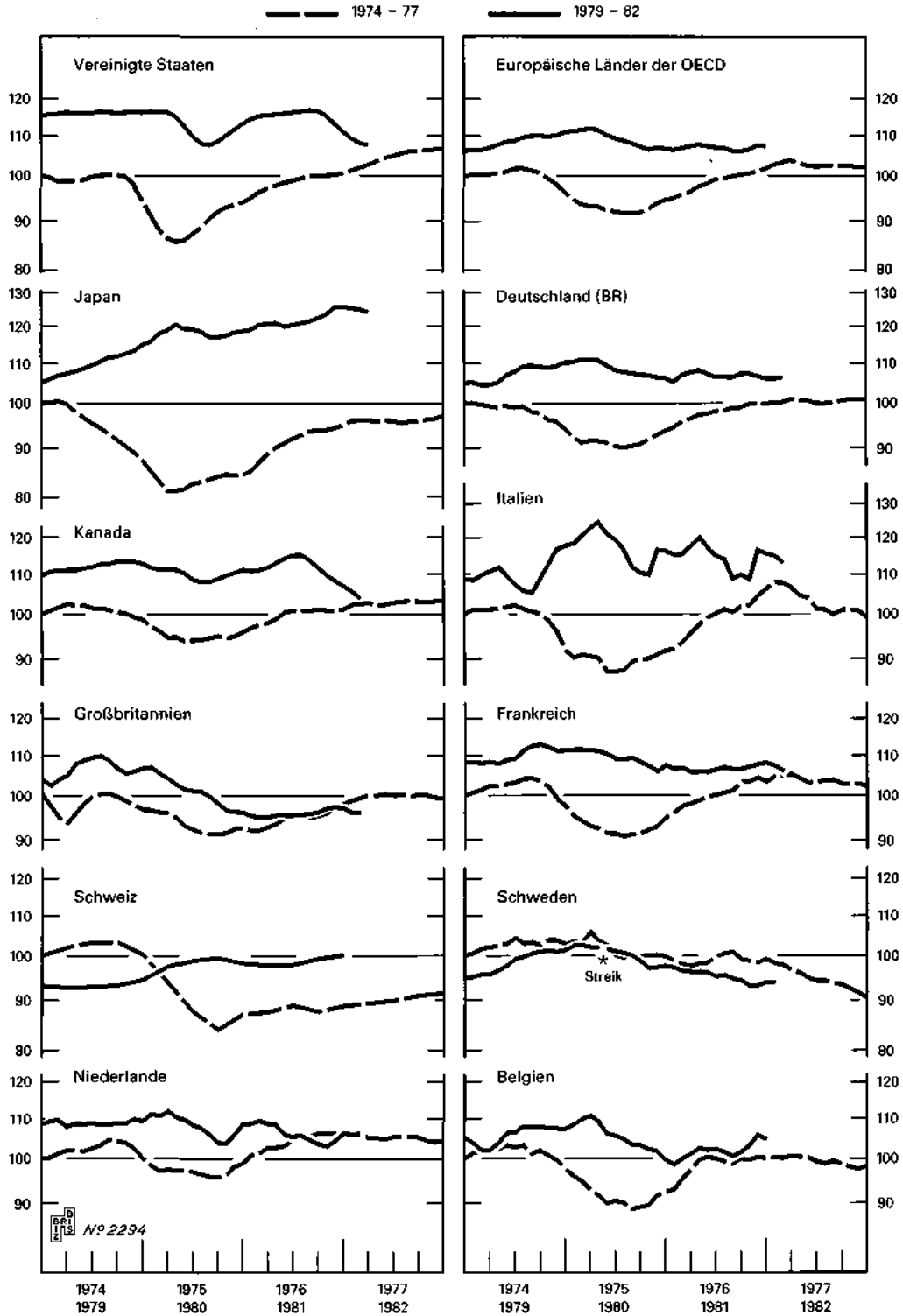
Das Volumen der Warenimporte in die OPEC-Länder weitete sich um rund 25% und damit fast doppelt so stark wie im Vorjahr aus, nachdem die ölfördernden Länder ihre erneuten Überschüsse verstärkt für Käufe im Ausland verwandten. In der zweiten Jahreshälfte hat sich der Importanstieg stark verlangsamt, da ein weiterer sinkender Ölverbrauch und die Rezession in den Industrieländern den OPEC-Leistungsbilanzüberschuß dahinschmelzen ließen. Über das Jahr gesehen stieg jedoch die gesamte Exportnachfrage im OECD-Raum real um 4%, wobei Japan und Deutschland eine besonders starke Zunahme verzeichneten.

In den USA hingegen nahmen die Exporte im vergangenen Jahr geringfügig ab, was teilweise auf den durch die Dollarstärke verursachten Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen war. Die Festigkeit des Dollars wiederum war ein Ergebnis des hohen Zinsniveaus in den USA. Als weitere logische Folge ergaben sich geringere zinsreagible Ausgaben nicht nur in den USA selbst, sondern auch in unterschiedlichem Ausmaß in den übrigen Ländern. Die Zinsen außerhalb Amerikas standen nicht nur unter dem Einfluß einer generell restriktiven Geldpolitik in den einzelnen Ländern; ihre Höhe war auch von dem Bestreben diktiert, die Wechselkurse angesichts eines starken Dollars abzusichern. Entsprechend gingen, wie die Tabelle zeigt, die privaten Wohnungsbauinvestitionen im vergangenen Jahr in vielen Ländern und namentlich in Großbritannien, den USA und Deutschland zurück. Darüber hinaus wurde weniger für langlebige Gebrauchsgüter ausgegeben – besonders in Nordamerika, wo im vierten Quartal eine starke Abnahme zu verzeichnen war. Am schwersten fiel indes die weitere Abschwächung der Unternehmensinvestitionen ins Gewicht. Viele Länder verzeichneten einen absoluten Rückgang der Investitionen, so die Niederlande, Schweden, Belgien, Frankreich, Großbritannien und Deutschland. In den USA setzte der Rückgang im vierten Quartal des Jahres ein.

Das Bemühen der meisten Länder um eine restriktive Finanzpolitik schlug sich im vergangenen Jahr in einem langsameren Wachstum der direkten öffentlichen Ausgaben nieder (die Transferzahlungen nahmen allerdings weiter rasch zu). Die staatlichen Verbrauchsausgaben dürften insgesamt um etwa 1½% gestiegen sein. Somit haben die öffentlichen Ausgaben nunmehr bereits seit einiger Zeit erheblich weniger zugenommen als in den Jahren davor. Hinzu kommt, daß die öffentlichen Investitionsausgaben in den USA und erneut in Großbritannien sowie auch in Deutschland absolut zurückgingen. Demgegenüber wurde in Japan der Versuch unternommen, mit einer Ausweitung öffentlicher Investitionsprogramme die rückläufige Inlandsnachfrage zu beleben.

Das enttäuschende Wirtschaftswachstum des vergangenen Jahres war nichts vollkommen Neues und muß bis zu einem gewissen Grad als Teil der generellen

Industrieproduktion\*



\* Nichtzentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte saisonbereinigter Zahlen. Viertes Quartal 1973 = 100.

Wachstumsverlangsamung gesehen werden, die der Weltwirtschaft während des letzten Jahrzehnts aufgezwungen worden ist. Wie im nachfolgenden Kapitel dargelegt, ist es die Inflation und ihr insbesondere 1981 zu langsames Ansprechen auf eine restriktive Wirtschaftspolitik, was sich möglicherweise als der größte Hemmschuh erwies. Doch gab es, wie im folgenden ausgeführt wird, andere wichtige Hemmnisse kurz- und vor allem langfristiger Natur, die die Aussichten auf Wachstum und mehr Beschäftigung verdüstert haben.

### **Probleme des öffentlichen Sektors**

Die Bemühungen um eine verbesserte Wirtschaftsleistung stoßen sich vor allem an den eigenen ungelösten Problemen des öffentlichen Sektors. Man kann hierbei zwischen zwei Schwierigkeiten relativ kurzfristiger und einer längerfristiger Natur unterscheiden. Zunächst einmal besteht in den USA die ungewöhnliche und noch im Fluß befindliche Situation einer tiefen Kluft zwischen der Finanz- und der Geldpolitik. Das zweite Problem betrifft die generelle Schwierigkeit der Industrieländer, bislang bedeutsame Fortschritte bei der Reduzierung ihrer Haushaltsdefizite als Mittel zur Inflationsbekämpfung zu erzielen. Daraus folgt, daß selbst dann, wenn andere Umstände eine expansive Ausrichtung der Finanzpolitik möglich machen würden (was meist nicht der Fall ist), dieses besondere Instrument sich als weniger flexibel als zuvor erweisen könnte. Schließlich bleibt nach wie vor das längerfristige Problem der Größe des öffentlichen Sektors in Relation zur Gesamtwirtschaft akut. Daher – und auch wegen der Notwendigkeit einer Verringerung der öffentlichen Defizite – blieb bislang die Rückführung der Steuerlast ein fernes Ziel.

### **Der US-Staatshaushalt**

Das zentrale Problem in den USA in Zusammenhang mit der Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums besteht darin, daß die Finanzmärkte die Bemühungen der Regierung, mittelfristig ein reales Wachstum auszulösen und gleichzeitig die Inflation zu senken, als zu dem normalen Verlaufsmuster der Vergangenheit in Widerspruch stehend empfinden. Bei den einzelnen Politikbereichen kollidiert der seit Oktober 1979 sehr viel härtere geldpolitische Kurs mit der für dieses und zukünftige Jahre geplanten ungewöhnlich expansiven Finanzpolitik. An den Finanzmärkten herrscht daher die Meinung vor, daß sich mit der Intensivierung des Konflikts zwischen beiden Politikbereichen entweder die Anspannung an den Geld- und Kreditmärkten verstärkt oder die Geldpolitik letztlich gelockert wird, was der Inflation erneut Auftrieb geben könnte. In dem einen wie dem anderen Falle ist damit zu rechnen, daß die Zinsen hoch bleiben. Obgleich das Haushaltsdefizit des laufenden Jahres durch die Rezession gerechtfertigt sein könnte, erreichen die gegenwärtigen Zinsen – bedingt durch die Erwartung eines möglichen zukünftigen Finanzierungsproblems in Verbindung mit Befürchtungen aufgrund enttäuschter Hoffnungen in der Vergangenheit – ein höheres Niveau, als sie es unter anderen Bedingungen erreicht hätten. Da eine wirtschaftspolitische Kursänderung nicht zu erwarten ist, wird die Lösung des Problems davon abhängen, inwieweit ein weiteres Nachlassen des Inflationsdrucks im Jahre 1982 im Zusammenspiel mit einer zumindest vorübergehenden Konjunkturerholung bewirken kann, daß sich die Erwartungen nachhaltig ändern.

Die neue Administration, die Anfang letzten Jahres die Regierungsgeschäfte übernahm, brachte ein neues und kühnes wirtschaftspolitisches Konzept mit ins Amt, mit dem die relative Schwäche der amerikanischen Wirtschaft in den vergangenen zehn Jahren angegangen werden soll. Im Kern zielt diese allgemein als „angebotsorientiert“ charakterisierte Wirtschaftspolitik auf eine deutliche Verringerung der Rolle des Staates. Dies wurde für sich betrachtet als geboten erachtet, aber vor allem als wichtigste Voraussetzung für Steuerentlastungen angesehen. Steuerliche Erleichterungen wiederum sollten das Arbeiten lohnender, das Sparen attraktiver und das Investieren rentabler machen, mit dem Ziel, Produktivität und Erzeugung zu steigern. Eine rascher wachsende Wirtschaft sollte, sogar bei niedrigeren Steuersätzen, steuerliche Mehreinnahmen bringen und innerhalb relativ weniger Jahre ein ausgeglichenes Budget ermöglichen. Bis dahin freilich könnten die Defizite vor allem wegen der geplanten starken Erhöhung der Verteidigungsausgaben weiter anhalten, doch sollten durch das Festhalten an einer restriktiven Geldpolitik die möglichen inflationären Folgen in Schach gehalten werden.

Der Kongreß nahm die Vorschläge der Regierung zunächst günstig auf, wenn auch die Einkommensteuersenkung für das erste Jahr von 10 auf 5% ermäßigt und ihr Wirksamwerden um drei Monate auf den 1. Oktober 1981 verschoben wurde. Für die Jahre danach hat indes der Kongreß die von der Regierung vorgeschlagenen Steuerermäßigungen noch angehoben, und zwar sowohl bei der Indexierung der Besteuerung der persönlichen Einkommen als auch vor allem im Bereich der Investitionsanreize für Unternehmen. Unterdessen stiegen die Zinsen während des Sommers wieder an und erreichten ein sehr hohes Niveau, so daß die öffentliche Zinslast zunahm und sich die Aussichten auf einen baldigen konjunkturellen Aufschwung und somit auf höhere Steuereinnahmen verschlechterten. Diese Entwicklung und drohende Ausgabenüberschreitungen veranlaßten die Regierung im September, weitere Anpassungen auf der Ausgaben- und Einnahmenseite vorzu-

Finanzierungsdefizit des US-Bundeshaushalts und private Bruttoersparnis

	Defizit des Bundeshaushalts						Nachrichtlich:	
	NIPA <sup>1,2</sup>		Gesamt-haushalt <sup>3</sup>		Gesamthaushalt plus außerbudgetäre Ausgaben <sup>3</sup>		Private Brutto-ersparnis <sup>1</sup>	Überschuß der Gliedstaaten und Gemeinden, NIPA <sup>1</sup>
	Milliarden Dollar	in Prozent der Ersparnis	Milliarden Dollar	in Prozent der Ersparnis	Milliarden Dollar	in Prozent der Ersparnis	Milliarden Dollar	
1966-69 Durchschnitt	- 3,2	2,3	- 8,6	6,2	.	.	138,5	0,3
1970-73 Durchschnitt	-14,2	7,5	-16,0	8,5	.	.	189,0	7,9
1974-77 ..	-45,1	15,9	-40,3	14,2	- 46,7	16,5	283,5	14,3
1978 .....	-29,2	8,2	-48,8	13,7	- 59,2	16,7	355,4	29,0
1979 .....	-14,8	3,7	-27,7	6,9	- 40,2	10,1	398,9	26,7
1980 .....	-61,2	14,1	-59,6	13,8	- 73,8	17,1	432,9	29,1
1981 .....	-62,5	13,0	-57,9	12,1	- 78,9	16,5	479,7	36,6
1982 <sup>4</sup> .....	.	.	-98,6	18,4	-118,3	22,0	537	.
1983 <sup>4</sup> .....	.	.	-91,5	14,4	-107,2	16,9	636	.
1984 <sup>4</sup> .....	.	.	-82,9	11,4	- 97,2	13,3	730	.

<sup>1</sup> Kalenderjahr. <sup>2</sup> NIPA = National Income and Product Accounts. <sup>3</sup> Haushaltsjahr Oktober-September. <sup>4</sup> Amtliche Schätzung von Februar 1982.

schlagen, um die Deckungslücke im Gesamthaushalt des Bundes auf \$ 43 Mrd. im (laufenden) Rechnungsjahr 1982 (Oktober 1981–September 1982) zu begrenzen.

Wie sehr sich in der Folge die wirtschaftliche Situation verschlechterte, kann daran ermessen werden, daß im Februar 1982, als der Haushaltsentwurf für 1983 vorgelegt wurde, das Finanzierungsdefizit für das laufende Haushaltsjahr nunmehr auf fast \$ 100 Mrd. veranschlagt wurde. Überdies waren, wie die Tabelle zeigt, zusätzlich sehr hohe Minussalden für die Haushaltsjahre 1983 und 1984 eingeplant. Das Ziel eines Budgetausgleichs war somit in noch weitere Ferne gerückt. Den Erklärungen des amerikanischen Präsidenten zufolge liegt die Hauptursache der notwendig gewordenen Revision der Schätzungen in der unerwartet geringen Wirtschaftsaktivität. Aber auch die Nettozinszahlungen des Staates haben deutlich zugenommen und könnten im laufenden Haushaltsjahr auf rund \$ 85 Mrd. steigen, nachdem sie zwei Jahre zuvor erst etwas mehr als \$ 50 Mrd. betragen hatten. Hinzu kommt, daß der in seinem Ausmaß unerwartet starke Inflationsrückgang, der für sich genommen willkommen ist, das Steueraufkommen gebremst hat.

Schon das bloße Ausmaß der Revision hat, was nicht überrascht, an den Finanzmärkten Befürchtungen hervorgerufen, daß es zu weiteren Anpassungen nach oben kommen könnte, zumal sogar die aktuellen Schätzungen von eher ungewissen weiteren Ausgabeneinsparungen ausgehen. Beispielsweise hat das Budgetbüro des Kongresses im Februar angedeutet, daß die Ausgaben möglicherweise erheblich über den offiziellen Schätzungen liegen und daß das Defizit des Gesamthaushalts in diesem Rechnungsjahr \$ 111 Mrd. und im Jahre 1983 \$ 121 Mrd. betragen könnte, um in den darauffolgenden Jahren weiter zuzunehmen. Zudem wächst die Sorge über den zunehmenden Umfang der staatlichen Kreditstätigkeit, die sich zum größten Teil nicht im Gesamthaushalt niederschlägt. Zu dieser gehört – im Rahmen des Direktausleiheprogramms – die Kreditaufnahme des Schatzamtes für die Gewährung von Darlehen an den privaten Sektor (die nicht unter die öffentlichen Ausgaben fällt). Ein anderes Verfahren stellt die Kreditaufnahme staatlich geförderter Unternehmen dar, wiederum für Zwecke der Weitergabe an den privaten Sektor. Eine dritte Form sind staatliche Garantien für Kredite des privaten Sektors. Aus der

Kreditbudget der US-Bundesregierung

	1970–74 <sup>1</sup>	1975–79 <sup>1</sup>	1980	1981	1982 <sup>2</sup>	1983 <sup>2</sup>
	Milliarden Dollar					
Gesamte Nettodirektkredite (inner- und außerhalb des Haushalts) .....	2,6	14,9	24,2	26,1	20,9	14,2
Kreditvergabe staatlich geförderter Unternehmen (netto) .....	5,0	12,9	24,1	32,4	50,1	53,1
Kreditgarantien (netto) .....	14,4	14,8	31,6	28,0	44,0	46,0
Insgesamt .....	22,0	42,6	79,9	86,5	115,0	113,3
Relation des gesamten Kredit- volumens zur privaten Brutto- ersparnis in Prozent .....	11,6	12,2	18,9	18,7	21,4 <sup>3</sup>	17,8 <sup>3</sup>

Anmerkung: Haushaltsjahre.

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt.

<sup>2</sup> Amtliche Schätzungen.

<sup>3</sup> In Prozent der Ersparnis im Kalenderjahr.

vorstehenden Tabelle geht hervor, daß die zwei letztgenannten Aktivitäten in den vergangenen Jahren, sogar in Relation zum gestiegenen Sparaufkommen, enorm zugenommen haben. Es bestehen daher Befürchtungen, daß diese staatlichen Aktivitäten ebenfalls die Anspannung an den Kreditmärkten verstärken könnten. Rechnet man beispielsweise alle Kreditprogramme, die nicht im Gesamthaushalt enthalten sind, diesem hinzu, dann könnte das gesamte „Defizit“ des laufenden Haushaltsjahrs die Größenordnung von 35–40% der privaten Bruttoersparnis haben. Im Durchschnitt der Jahre 1970–73 lag dieser Wert bei rund 20%.

An den Finanzmärkten haben diese Entwicklungen bereits ihre Schatten geworfen. Die Zinsen unterlagen starken Schwankungen, und die langfristigen Sätze erreichten Rekordhöhen. Beispielsweise lag die Rendite für Staatsanleihen im Frühjahr 1982 bei 14–15%, verglichen mit einer Jahresteuersatzrate von rund 7%.

Aus diesem Tatbestand ergeben sich zweierlei Folgen: Die einen berühren die Volkswirtschaft der USA und die anderen die übrigen Länder. In den USA setzte im vierten Quartal des vergangenen Jahres eine neue Rezession ein, als die zinsreagiblen Ausgaben für Wohnbauten und Autos stark sanken. Es gibt auch erste Anzeichen einer „Verdrängung“ der Unternehmensinvestitionen, die für die Wirtschaft ernste längerfristige Folgen sowie kurzfristige Nachfrageeffekte haben könnten. Es könnte sehr wohl auch so kommen, daß jedes weitere Auseinanderdriften der einzelnen Politikbereiche eine überproportional deflationäre Wirkung zeitigen könnte, wenn das Zinsniveau so stark ansteigt, daß es die Unternehmen vor echte Bilanzprobleme stellt. Hinzu kommt, daß der Dollar angesichts der zeitweilig exorbitant hohen kurzfristigen Dollarzinsen an den Devisenmärkten fest notierte. Verstärkend wirkte hierbei wohl noch, daß Japan eine entgegengesetzte wirtschaftspolitische Strategie verfolgte. Für die USA schlug sich dies letztlich in rückläufigen Nettoexporten nieder, was die rezessiven Tendenzen im Inland noch verstärkte.

Eine alternative Sicht der Dinge führt freilich zu der Überlegung, daß hohe Zinsen vor dem Hintergrund eines vorübergehenden Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Aktivität dazu dienen, die Reallokation der Ressourcen hervorzubringen, auf die der wachsende Verteidigungsetat der Regierung hinausläuft. Aber auch hier muß abgewartet werden, ob die geplanten Steuersenkungen, die insbesondere die höheren Einkommen begünstigen, einen substantiellen Anstieg der privaten Ersparnis bewirken.

Eine Rezession in den USA wirkt sich natürlich auch auf die übrigen Länder aus. Doch die zusätzlichen internationalen Auswirkungen des Auseinanderklaffens der einzelnen Politikbereiche in Amerika wurden auf das hohe Zinsniveau sowohl vor als auch während der letzten Rezession zurückgeführt. Selbst Länder mit einem deutlich niedrigeren Inflationssockel sahen sich genötigt, die Zinsen in Zeiten zunehmender Arbeitslosigkeit anzuheben, um zusätzliche, durch einen sinkenden Wechselkurs verursachte Preissteigerungen in Grenzen zu halten. (Gleichzeitig könnte freilich dieser Zinsdruck vielfach dazu beigetragen haben, daß die notwendige Kürzung der öffentlichen Ausgaben mit mehr Entschlossenheit angegangen wurde.) Hohe Realzinsen haben auch die Verschuldungsprobleme der Entwicklungsländer verschärft und gleichzeitig die Zinszahlungen an einige ölproduzierende Staaten mit starker außenwirtschaftlicher Position anschwellen lassen.

Die offensichtliche Schlußfolgerung dürfte sein, daß die derzeitigen US-Haushaltspläne noch immer zu lax sind. Doch um dieses Fazit in überzeugender und ausgewogener Weise ziehen zu können, bedarf es zuerst einiger zusätzlicher Überlegungen. Auch aus der Sicht der Wirtschaftstheorie ist eine Analyse der Gegebenheiten nicht ohne Interesse.

Der erste Vorbehalt ist, daß bei einem konjunkturellen Abschwung die automatisch sich hieraus für den Haushalt ergebenden Auswirkungen zu berücksichtigen sind. So hat der Vorsitzende des Federal Reserve Board öffentlich erklärt, daß angesichts der steigenden Arbeitslosigkeit für ihn die Schwierigkeiten nicht vornehmlich in den Gegebenheiten des laufenden Jahres zu suchen seien. Und das Handelsministerium hat geschätzt, daß das Defizit selbst im dritten Quartal des vergangenen Jahres niedriger gewesen wäre und auf Jahresrate hochgerechnet bei rund \$ 60 Mrd. gelegen hätte, wenn die Wirtschaft von einem „Vollbeschäftigungsniveau“ aus operiert hätte. Dieser Wert ist inzwischen sicher weiter gestiegen.

Als weiteres stellt sich die Frage, welche Bedeutung dem Kreditbudget der Bundesregierung genau zukommt. Es ist sicher nicht völlig gerechtfertigt, Nettokreditprogramme in das Einnahmen/Ausgaben-Defizit einzurechnen, als wären beide Größen völlig miteinander vergleichbar. Die Kreditprogramme lassen als Gegenposten eine finanzielle Verbindlichkeit des privaten Sektors entstehen, was die Ausgaben für Güter und Dienstleistungen sowie die Transferzahlungen nicht tun. Staatliche Kreditgarantien bewirken noch nicht einmal dies und ziehen, sofern keine größeren Insolvenzfälle auftreten, nur minimale Nettoausgaben nach sich. Gleichwohl bleibt festzuhalten, daß diese Programme, auch wenn sie eventuell nur Darlehenstransaktionen beinhalten, die teilweise ohnehin getätigt worden wären, letztlich nahezu zwangsläufig die Konditionen am Kreditmarkt beeinflussen. Mit anderen Worten: Die mögliche Gefahr eines Verdrängungswettbewerbs an den Finanzmärkten ist also gegeben. Dies mag im Augenblick kein schwerwiegendes Problem sein: Ein großer Teil der Darlehensgewährung des Bundes steht in Zusammenhang mit der Wohnungsbaufinanzierung, und gegenwärtig bestehen im Wohnungsbau-gewerbe extrem hohe Überkapazitäten.

Als letztes stellt sich die Frage nach dem Ersparnisgegenposten bei den übrigen Sektoren der Volkswirtschaft. Eines geht deutlich aus der Tabelle auf S. 16 hervor: Auf der Ebene der Gliedstaaten und der Gemeinden ergaben sich in den letzten zehn Jahren wachsende Überschüsse. Diese können natürlich wieder dahinschmelzen. Aber solange sie existieren, sollten sie entweder vom Defizit des Bundeshaushalts abgezogen werden, um einen Wert zu erhalten, der mit dem für internationale Vergleichszwecke herangezogenen Saldo der öffentlichen Haushalte annähernd übereinstimmt, oder sie sollten der privaten Ersparnis als zusätzliches Mittelaufkommen der Kreditmärkte hinzuaddiert werden.

Als von größerem Gewicht könnte sich die Behauptung der Regierung herausstellen, daß die Steuersenkungen zusammen mit den anderen Sparanreizen den Anteil des Bruttosozialprodukts, der in die private Ersparnisbildung geht, um 2-2½ Prozentpunkte anheben werden, was im Haushaltsjahr 1984 einem Betrag von \$ 90-100 Mrd. entsprechen würde.



Für diese Überlegungen mag durchaus einiges sprechen: die im Gang befindliche Rezession, die Schwierigkeiten bei der Einschätzung des Kreditbudgets und ein möglicher Anstieg der Ersparnis. Gleichwohl bleibt als ein grundlegendes Problem bestehen, daß die gegenwärtige Finanzplanung angesichts eines angestrebten Realwachstums von 5% jährlich oder mehr, beginnend im späteren Verlauf dieses Jahres, fortlaufende Defizite bedingt, und dies bei einer auf kontinuierliche Rückführung der Inflation ausgerichteten Geldpolitik. Anders ausgedrückt: Das Wirtschaftsprogramm erfordert eine ungewöhnliche Kombination von beschleunigtem Wachstum und nachlassender Inflation sowie möglicherweise eine beträchtliche Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. An den Finanzmärkten geht man daher davon aus, daß das Zinsniveau notgedrungen sehr hoch bleiben wird, insbesondere dann, wenn ein erneuter Wirtschaftsaufschwung die Preissteigerungsrate nach oben drückt. Letzteres könnte über höhere Zinsausgaben neue Belastungen für den Staatshaushalt mit sich bringen.

Die Sorgen sind somit hauptsächlich auf künftige Jahre gerichtet. Trotz des gegenwärtigen Konjunkturtiefs wurden denn auch aufgrund pessimistischer Erwartungen hohe Realzinsen von der Zukunft in die Gegenwart „vorgetragen“. Diese hohen Zinsen könnten nun ihrerseits die gegenwärtige Rezession verschlimmern, was den Intentionen zuwiderliefe, die mit dem wirtschaftspolitischen Maßnahmenpaket verknüpft sind, nämlich das Wirtschaftswachstum zu beschleunigen.

Die Ökonomen ziehen seit nunmehr geraumer Zeit die Möglichkeit ins Kalkül, daß die private Wirtschaft auf Änderungen der Wirtschaftspolitik nur zögernd oder sogar widersprüchlich reagiert. Als in den späten sechziger und frühen siebziger Jahren die antizyklische Feinsteuerung zunehmend kritisiert wurde, wurden verschiedene theoretische Überlegungen angestellt, darunter als bekannteste die Hypothese von den „rationalen Erwartungen“, die darauf hinausliefen, daß die Reaktion des privaten Sektors bald keinen Raum mehr für politische Initiativen lassen könnte. Unter diesem Blickwinkel ist das gegenwärtige amerikanische Dilemma, so ernst es für sich betrachtet auch ist, ein interessantes Beispiel für einen möglichen Mechanismus in der Praxis. Hier könnte es sich sehr gut um das Beispiel einer gegenläufigen Reaktion handeln. Trifft dies zu, könnten Pläne für eine Reduzierung der kommenden Defizite dazu beitragen, daß sich die gegenwärtige Produktions- und Nachfragesituation etwas bessert und gleichzeitig die längerfristigen Aussichten für einen nachhaltigen Inflationsrückgang günstiger werden. Ein solcher Abbau ein-geplanter Haushaltsdefizite könnte – innerhalb der bestehenden geldpolitischen Zielsetzungen – einen Zinsrückgang erleichtern, um damit die Chancen für eine dauerhaftere Konjunkturerholung zu erhöhen.

### **Das Problem chronischer Haushaltsdefizite**

Auch in anderen Ländern steht das hartnäckige Anhalten ungewöhnlich hoher Haushaltsdefizite einer konjunkturellen Erholung allgemein im Wege. Bereits durch ihre bloße Existenz können solche Defizite sowohl die Inflationserwartungen als auch die Perspektiven für eine Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen negativ beeinflussen. Dies sind Gründe, weshalb dem traditionellen Einsatz des Haushalts für antizyklische Zwecke nunmehr wohl engere Grenzen gesetzt sind.

Hinzu kommt, daß die Hauptaufgabe der Haushaltspolitik, nachdem der Inflationsbekämpfung höchste Priorität zukommt, nunmehr darin besteht, die Geldpolitik in ihrem restriktiven Kurs zu unterstützen.

Aus diesem Grund haben sich die meisten Regierungen entschlossen daran gemacht, das Staatsdefizit vornehmlich durch ein Eindämmen des Ausgabenwachstums zu verringern. Bei den staatlichen Direktausgaben, d.h. den konsumtiven und insbesondere den investiven, sind erfolgreiche Ansätze zu erkennen. Allerdings haben diese Fortschritte nicht ihre Entsprechung in den Haushaltsdefiziten gefunden. Zwei Gründe sind wohl hierfür maßgebend: der automatische Effekt der Rezession in Form steigender Transferzahlungen und geringerer Steuereinnahmen und die Auswirkungen hoher Zinsen auf die Zinsausgaben des Staates. Es stellt sich deshalb die Frage, ob man für Bewertungszwecke diese Faktoren in Rechnung stellen darf.

Zwar ist die Finanzpolitik fast überall restriktiv ausgerichtet, doch gibt es ein oder zwei Beispiele, die dafür sprechen, daß wieder mehr Nachdruck auf die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit gelegt wird. Der Sonderfall USA ist soeben dargelegt worden, wenn man ihn auch nicht einfach als Beispiel einer politischen Neuorientierung anführen kann. Das Programm der US-Regierung zielt gleichzeitig auf eine Anregung des Wirtschaftswachstums und die Rückführung der Inflation.

Eindeutiger präsentiert sich die französische Situation. Im Juni legte die neue Regierung für 1981 ein revidiertes Staatsbudget vor, durch das das Defizit des zentralen Haushalts um fast 1% des Bruttoinlandsprodukts zunahm. Die Haushaltsvoranschläge für 1982 vom September ließen einen weiteren Anstieg der Defizitquote um einen Dreiviertelprozentpunkt erwarten. Das erklärte Ziel dieser Maßnahmen war die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit. Im November zeichnete sich dann eine gewisse Zurückhaltung bei der Wirtschaftsankurbelung ab, als die Beiträge zur Sozialversicherung um rund FF 36 Mrd. angehoben wurden, um ein drohendes Defizit bei diesem Etatposten des Haushalts von etwa derselben Größenordnung auszugleichen. Und in jüngster Zeit wurde für das Budgetdefizit des nächsten Jahres ein „Plafond“ von 3% des Bruttoinlandsprodukts festgesetzt. Gleichwohl gibt es gegenwärtig keine weiteren bedeutsamen Beispiele für eine so eindeutige Ausrichtung der Haushaltspolitik auf die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit.

Was die übrigen Länder betrifft, so bleiben restriktive Maßnahmen unterschiedlichen Grades die Regel, jedenfalls gemessen an den meisten analytischen Kriterien. Die Finanzpolitik war besonders restriktiv in Großbritannien, Kanada und Japan, und dies soll sich auch nicht ändern. In Japan sind trotz niedriger Inflationsrate und hoher privater Ersparnis Bemühungen im Gange, angesichts der Anspannung am Finanzmarkt, eine Folge der starken Zunahme der öffentlichen Gesamtverschuldung, das Staatsdefizit zurückzuschrauben. Die niedrige Teuerungsrate hat dabei den Behörden etwas Spielraum für den Einsatz der Geldpolitik zur Stützung der Inlandsnachfrage gelassen. Und selbst im Rahmen des Budgets wurden Anstrengungen unternommen, die öffentlichen Bauausgaben auf die vermutlich schwächste Periode zu konzentrieren, nämlich auf das vierte Quartal 1980 und die ersten drei Quartale von 1981. Weitere Bemühungen in dieser Richtung sollen auch im laufenden Jahr unternommen werden.

Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte<sup>1</sup>  
in Prozent der privaten Bruttoersparnis 1966–81

	1966–69	1970–73	1974–77	1978	1979	1980	1981 <sup>2</sup>
Jahresdurchschnitte							
USA .....	- 0,4	0,5	7,4	- 3,3	- 3,1	7,3	4,3
Japan .....	.	- 3,0	9,2	20,1	17,5	15,4	14,2
Deutschland(BR) ...	1,2	- 1,2	15,9	13,1	13,6	16,6	21,5
Frankreich .....	- 1,1	- 4,0	3,8	8,4	3,2	- 2,1	14,7
Großbritannien ....	4,7	4,9	29,9	25,3	18,2	19,1	17,5
Italien .....	.	28,2	33,9	35,1	33,7	29,4	37,5
Kanada .....	- 6,3	- 3,3	7,4	16,5	9,5	9,8	3,3
Belgien .....	6,8	9,5	17,0	23,8	30,0	40,6	50,0
Niederlande .....	4,0	- 0,2	9,3	13,0	18,5	20,0	.
Schweden .....	-31,1	-32,1	-19,8	3,6	17,4	20,2	.

<sup>1</sup> Laufende Ersparnis der öffentlichen Haushalte abzüglich deren eigener Investitionen, entspricht dem Nettofinanzierungsbedarf. Der Bruttofinanzierungsbedarf, einschließlich der Darlehensgewährung an andere Sektoren, würde gemessen an der privaten Bruttoersparnis noch höher liegen. <sup>2</sup> Schätzungen.

In Deutschland hat staatlicherseits die Sorge über den steigenden Trend der Arbeitslosigkeit zugenommen, obgleich im letzten Jahr das Haushaltsdefizit höher war als erwartet. Aus diesem Grunde hat die Regierung im Rahmen eines insgesamt restriktiv bleibenden Kurses in jüngster Zeit befristete Maßnahmen zur Anregung der Investitionstätigkeit ergriffen. Derartige Verfahren, die die Begünstigung von Investitionen durch eine zusätzliche steuerliche Entlastung befristen, wurden bereits früher in Deutschland mit einigem Erfolg angewandt. Pläne, die zuletzt ergriffenen Maßnahmen durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer im nächsten Jahr zu finanzieren, mußten fallengelassen werden.

Im Budgetentwurf der Niederlande für das Jahr 1981 waren höhere Investitionen und Wohnungsbauausgaben vorgesehen. Als sich die Haushaltslage während des Jahres verschlechterte, wurde versucht, Kürzungen beim Verwaltungsaufwand und bei den Sozialversicherungsleistungen vorzunehmen. Belgien liefert indes eines der eindeutigsten Beispiele dafür, wie unangemessen gegenwärtig expansive haushaltspolitische Maßnahmen zur Beseitigung der hohen Arbeitslosigkeit sein können. Da ein Mangel an Wettbewerbsfähigkeit und eine unzureichend angepaßte industrielle Struktur die Hauptprobleme darstellen, verschlechterten sich Zahlungsbilanzposition und Haushaltslage im letzten Jahr drastisch, während gleichzeitig die Arbeitslosigkeit einen absoluten Höchststand erreichte. Die Abwertung des belgischen Frankens im Februar und das gleichzeitig beschlossene Konsolidierungsprogramm gründeten dann auf der Erkenntnis, daß das Arbeitslosenproblem vor allem mit Maßnahmen angegangen werden mußte, die auf einige der tiefer liegenden Ursachen zielten.

Der Fall Belgiens ist jedoch nicht typisch für das generelle Konfliktpotential, das der traditionelle Einsatz der Finanzpolitik für Zwecke der Nachfragesteuerung heutzutage heraufbeschwört. Allein das Bestehen hoher Deckungslücken kann bereits die Inflationserwartungen negativ beeinflussen und Zweifel am Durchhalten

von kurzfristig angelegten Konjunkturprogrammen bestärken. Wenn dem so ist, kann insbesondere die Investitionsgüternachfrage schwach bleiben. Hinzu kommt, daß eine gleichzeitige Verschärfung der Inflation früher oder später einen Kurswechsel wahrscheinlich macht. Dadurch könnte ein kompensatorisches Ausgabeverhalten des privaten Sektors in Gang kommen, entweder, wie im Sonderfall USA, durch ein Reagieren der Finanzmärkte oder aufgrund pessimistischer Konjunkturerwartungen der Unternehmer.

Auch die Verbraucher haben mancherorts ihre Ausgaben angesichts zunehmender Geldentwertung behutsam angepaßt. In mehreren Ländern stieg die Sparquote in den frühen siebziger Jahren bei stärker werdenden Preissteigerungen stark an. Selbst wenn es gelingen sollte, weltweit kurzfristig einen Konjunkturaufschwung einzuleiten, bleibt doch zu bedenken, daß sich erneut ein OPEC-Überschuß von beträchtlicher Größenordnung herausbilden könnte. In einem gewissen Sinne kann man hierin auch eine „Spar“-Gegenreaktion der gesamten Weltwirtschaft sehen. Von diesen zwei Seiten, inländischen Verbrauchern und Ölproduzenten, könnten also zusätzliche und kompensatorische Nachfragereaktionen auf herkömmliche antizyklische Maßnahmen kommen.

Fügen wir diesem Katalog von Schwierigkeiten noch hinzu, daß es auf internationaler Ebene kaum zu einer Koordinierung kurzfristiger Strategien kommen wird, so wird deutlich, wie groß die Hindernisse sind, die sich der Initiative einzelner Länder entgegenstellen. Beherrschend bleibt jedoch für die meisten Länder noch immer das Gebot, die Inflation zu verringern. Diese Tatsache bestimmt wiederum wesentlich die Verfahren, mit denen die Ökonomen zuweilen die Haushaltszahlen bereinigen, um dem Stand der Arbeitslosigkeit und in jüngerer Zeit der Preissteigerungsrate Rechnung zu tragen. Der ersterwähnte Ansatz ist unter der Bezeichnung „Vollbeschäftigungsbudget“ bekannt. Die zweite Methode, die in Ansatz bringen will, daß das Sparaufkommen möglicherweise zunimmt, um die inflationsbedingte Erosion des Realwerts öffentlicher Schuldtitel zu kompensieren, ist neueren Datums. Um einen ersten Annäherungswert zu erhalten, kann eine Bereinigung in der Weise vorgenommen werden, daß man die staatlichen Nettozinszahlungen aus dem Budget herausnimmt, mit der Begründung, daß der größte Teil dieser Zahlungen in Zeiten hoher Inflation eine Teuerungsprämie in der Form von Zinszahlungen darstellt. Sie sind denn auch als Tilgungen des Kapitals zu werten.

Bei dem Verfahren einer Anpassung an das Vollbeschäftigungsniveau stellt sich unter den derzeitigen Bedingungen das Problem, welcher Beschäftigungsstand als Vollbeschäftigung anzusehen ist. Anders ausgedrückt: Es fragt sich, ob es überhaupt zulässig ist, Konjunkturschwankungen zu berücksichtigen, wenn das frühere zyklische Verlaufsmuster nicht mehr besteht. Die gegenwärtige Höhe der Arbeitslosigkeit ist nicht unbedingt ein rein konjunkturelles Phänomen, sondern könnte sich als längerfristig herausstellen und einmal die verschiedenen Hemmnisse widerspiegeln, die die Volkswirtschaften blockieren, sowie zum anderen weitere strukturelle Faktoren und schließlich möglicherweise einen Anstieg der sogenannten „natürlichen“ Arbeitslosenquote.

Allgemeiner formuliert: Mit den Berechnungen auf der Basis von Vollbeschäftigung und Inflationsbereinigung wird versucht, die zugrundeliegenden realen

Nachfrage- oder Beschäftigungseffekte der Finanzpolitik zu messen. Der Vollbeschäftigungsansatz verfährt in der Weise, daß er explizit einen Normwert für die Arbeitslosigkeit als relevanten Maßstab für die Wirtschaftspolitik vorgibt, und der zweite Ansatz, die Inflationsbereinigung, mißt staatlichen Zinsausgaben ein Nullgewicht bei der Berechnung der Impulse bei, die der öffentliche Haushalt der Nachfrage und Beschäftigung vermittelt. Es steht jedoch nicht fest, wieweit derartige Bereinigungen dann relevant sind, wenn die Beseitigung der Inflation ein Hauptziel der Wirtschaftspolitik geworden ist. Orientiert sich die Wirtschaftspolitik an einer niedrigeren Preissteigerungsrate und nicht am kurzfristigen Stand der Arbeitslosigkeit, dann sollte ihr Erfolg nur an der Inflationsfront und nicht an der Arbeitslosigkeit gemessen werden. In der Tat bedeutet im Falle der Inflationsbereinigung der Umstand, daß überhaupt eine Korrektur vorgenommen werden kann, daß es der Wirtschaftspolitik bisher nicht gelungen ist, die Inflation zu beseitigen. Die um die Inflationskomponente bereinigte Rechnung geht zudem davon aus, daß die Kapitaleigner tatsächlich ihre implizit als Kapitaltilgungen anzusehenden Zins-einnahmen sparen. Dies ist sicher nicht so gewiß, wie es sicher ist, daß beispielsweise ein Wirtschaftsaufschwung über höhere Steuereinnahmen und niedrigere Arbeitslosenzahlungen die Haushaltsdeckungslücke automatisch verkleinert.

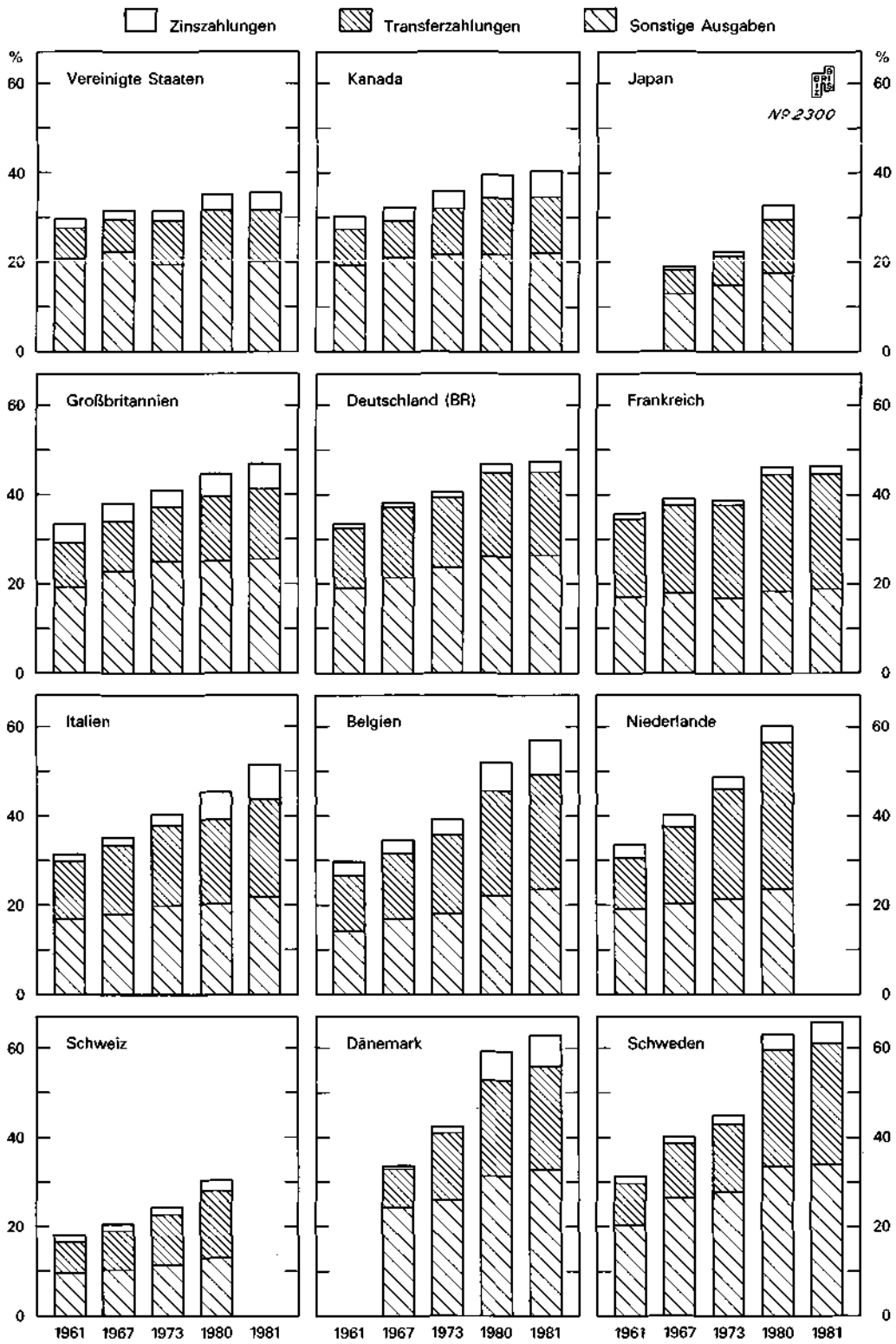
Als Fazit bleibt die simple Tatsache festzustellen, daß die Finanzpolitik dann, wenn sich die Wirtschaftspolitik vornehmlich die Inflationseindämmung mittels geldpolitischer Restriktion zum Ziel gesetzt hat, diese Bemühungen unterstützen sollte, statt zu versuchen, andere und möglicherweise entgegengesetzte Ziele zu verfolgen.

### Umfang des Staatssektors

Der letzte Aspekt der durch den Staatssektor errichteten Wachstumshemmnisse betrifft das langfristige Problem der Größe dieses Sektors. Wie bereits im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt, war der Staatsanteil am Bruttosozialprodukt zwar bereits vor der ersten Ölkrise allgemein in zunehmend starkem Wachstum begriffen, doch hat sich das relative Wachstum der öffentlichen Ausgaben seit 1973 noch merklich beschleunigt. Das Zahlenmaterial eines weiteren Jahres zeigt, daß sich hieran nichts geändert hat. Die Lage hat sich sogar noch verschlimmert, denn der Anteil am Bruttosozialprodukt, der auf die öffentlichen Haushalte entfällt, ist im letzten Jahr fast überall weiter gewachsen. In den meisten Ländern war dieser Anstieg auf höhere Transfer- und Nettozinszahlungen zurückzuführen. Der Anteil der öffentlichen Ausgaben am Bruttosozialprodukt reicht von rund einem Drittel in der Schweiz, in Japan und den USA bis hin zu einer etwa doppelt so hohen Quote in Dänemark, Schweden, den Niederlanden und Belgien.

Eine der Hauptschwierigkeiten liegt in dieser Situation bekanntlich in der angemessenen Höhe der Besteuerung. Zwar trifft es zu, daß die Finanzierung der Haushaltsdeckungslücken einen sehr viel größeren Teil der öffentlichen Ausgaben beansprucht, als dies in früheren Zeiten der Fall gewesen ist; gleichzeitig hat aber auch die Steuerquote noch nie dagewesene Höhen erreicht. Diese drückende

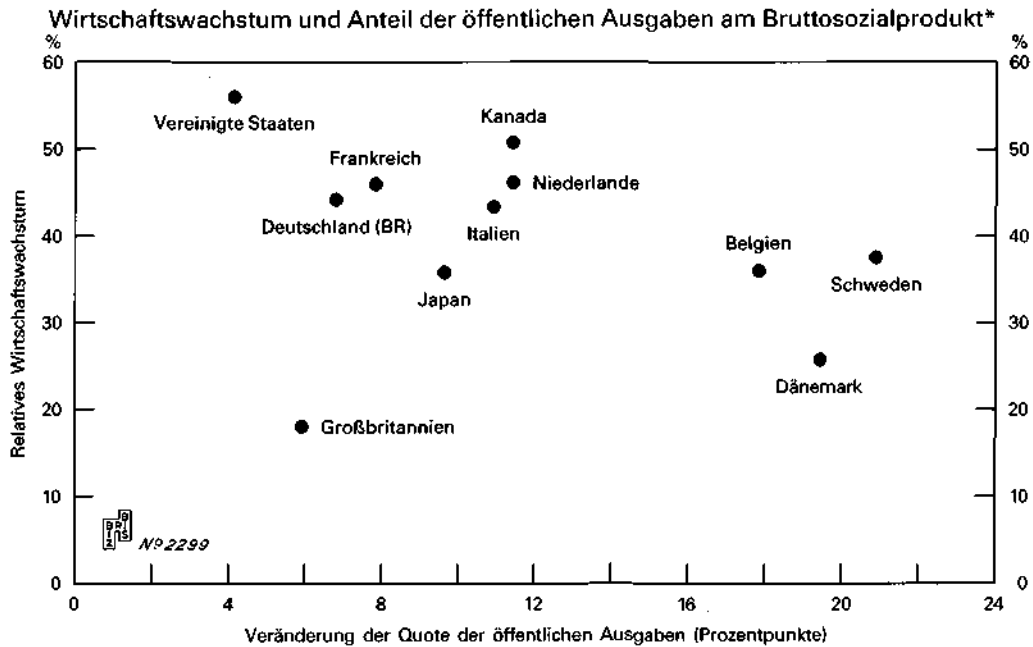
### Ausgaben der öffentlichen Haushalte gemessen am Bruttosozialprodukt



Steuerlast könnte zum einen zu einer Verschärfung der Inflation führen, sei es auf direktem Wege über höhere Verbrauchssteuern oder indirekt über einen steuerinduzierten Lohnschub, wenn die Hauptlast der notwendigen Anpassung auf die Einkommensteuer gelegt wird. Darüber hinaus wird allgemein angenommen, daß hohe Grenzsteuersätze die Angebotsbereitschaft, die Investitionen und die Produktivität negativ beeinflussen. Als eines der Hauptargumente für die Beschneidung der öffentlichen Ausgaben wird daher angeführt, daß damit die Besteuerung erheblich zurückgeführt werden kann, wobei vorzugsweise auf Investitionsanreize besonderer Nachdruck zu legen wäre.

Häufig wird erklärt, daß es durchaus vernünftig sein kann, die Staatsquote in einer wachsenden Volkswirtschaft steigen zu lassen. Der Bedarf der Gesellschaft an öffentlichen Gütern könnte durchaus überproportional zum Einkommen steigen, während ihre Fähigkeit und Bereitschaft, für Umverteilungsprogramme zu zahlen, mit zunehmendem Wohlstand wachsen könnte. Dennoch wären einer solchen Entwicklung naturgemäß Grenzen gesetzt. Denn nachdem die Quote der öffentlichen Ausgaben bis in die frühen siebziger Jahre stieg, hätte man durchaus mit einer Stabilisierung dieses Anteils rechnen können. Um so beunruhigender ist es, daß die relative Größe des öffentlichen Sektors in den Jahren nach 1973 rascher als je zuvor zugenommen hat.

Zum großen Teil dürfte dies daran gelegen haben, daß sich das Wirtschaftswachstum in den siebziger Jahren tendenziell verlangsamt hat und die Regierungen die sich daraus ergebenden Folgen nicht genügend beachtet haben. Die meisten Regierungsprogramme sind nicht empfänglich für diejenigen Marktsignale, die die



\* Jahresdurchschnittliche Wachstumsrate 1973-81 in Relation zu 1960-73 und Veränderung der Staatsausgabenquote von 1973 bis 1981.

privaten Ausgabenströme lenken, und einige Programme sind natürlich bewußt auf Zuwachs angelegt, wenn sich das Wachstum verlangsamt und die Arbeitslosigkeit steigt. Die vorstehende Grafik läßt den Schluß zu, daß das Ausmaß der Schwierigkeiten, mit denen die Regierungen konfrontiert waren, mit dem Grad der Verlangsamung der Aktivität in ihrer jeweiligen Volkswirtschaft in Zusammenhang steht. Die Grafik zeigt die Veränderung des Anteils der öffentlichen Ausgaben am Brutto-sozialprodukt in den Jahren 1973–1981 und setzt sie in Beziehung zu den am Trend der Jahre 1960–73 gemessenen Wachstumsraten der Volkswirtschaften im selben Zeitraum. Im oberen Teil der Grafik ist denn auch eine von links nach rechts abfallende Relation erkennbar. So stieg in den USA, die ein etwas mehr als halb so großes Wachstum wie zuvor verzeichneten, die öffentliche Ausgabenquote relativ geringfügig an. Dänemark, Belgien und Schweden hingegen, die nur 25–40% ihres vorherigen Wachstums erzielten, verzeichneten eine starke Ausweitung der öffentlichen Ausgaben. Auf der Gegenseite bildet Großbritannien, wo der Anstieg der Staatsausgaben trotz besonders stark reduziertem Wirtschaftswachstum relativ begrenzt blieb, eine auffällige Ausnahme. Hier bestätigt sich die schlichte Wahrheit, daß ein entschlossenes Vorgehen des Staates den durch langsames Wirtschaftswachstum verursachten Zwang zur Vergrößerung des relativen Umfangs des öffentlichen Sektors stark mindern oder sogar vollständig konterkarieren kann.

Befände sich die Weltwirtschaft lediglich in einem gewöhnlichen, wenn auch verlängerten Konjunkturabschwung, so könnte sich das Problem der öffentlichen Defizite in der anschließenden Aufschwungsphase teilweise von alleine lösen. Wie die Dinge liegen, ist es wahrscheinlich, daß eine solche Erholung in Anbetracht des noch über längere Zeit langsamen Wirtschaftswachstums und einer relativ hohen Arbeitslosigkeit nur vergleichsweise verhalten sein wird. In den nachfolgenden Abschnitten werden noch einige andere, mittelfristige Überlegungen angestellt, die neben dem Inflationsargument zu dieser Schlußfolgerung führen. Somit wird ein Abbau der Steuerlast und der staatlichen Kreditnachfrage nur möglich sein, wenn erneut Anstrengungen zur Änderung des Wachstumstrends der öffentlichen Ausgaben unternommen werden. Ein nachfolgender Zinsrückgang könnte dann die privaten Anlageinvestitionen und den Lageraufbau anregen sowie die Nachfrage nach Wohnbauten und langlebigen Verbrauchsgütern beleben. Dies brächte auch eine weitere Entlastung bei den öffentlichen Zinsausgaben – eine Umkehrung der Entwicklung, wie sie in jüngster Zeit mancherorts zu befürchten war.

### **Energiesituation**

Im vergangenen Jahr haben die Industrieländer größere Fortschritte bei der Verringerung ihrer Ölabhängigkeit erzielt, als es zuvor für wahrscheinlich gehalten wurde. Selbst die 1980 in diesem Bereich erzielten Ergebnisse nehmen sich nunmehr etwas günstiger aus, als es bei Abschluß des letztjährigen Jahresberichts ersichtlich war. In Anbetracht der Tatsache jedoch, daß sich auch die Rezession vertieft hat, steht nicht eindeutig fest, inwieweit das Energieproblem im Falle einer größeren Nutzung der Produktionsmöglichkeiten entschärft ist. Für den Augenblick jedenfalls hat sich die Lage an den Weltölmärkten sehr entspannt, was der Weltwirtschaft



Energie- und Ölverbrauch in den OECD-Ländern

	1960	1965	1973	1980	1981
	Indizes: 1973 = 100				
Energieverbrauch insgesamt .....	53,0	66,3	100	106,0	103,5
Energieverbrauch in Relation zum BIP .....	101,0	96,9	100	89,1	86,0
	Prozent				
Anteil des Ölverbrauchs am gesamten Energieverbrauch .....	36,7	44,7	54,8	49,7	48,0
Anteil der Nettoölimporte am gesamten Ölverbrauch .....	48,9	58,5	67,6	61,8	56,9
Anteil der Nettoölimporte am gesamten Energieverbrauch .....	17,9	26,2	37,1	30,7	27,3
	Millionen Barrel pro Tag				
Nettoölimporte .....	6,8	12,4	26,5	23,3	20,2
OPEC-Ölförderung .....	6,0	14,0	31,0	26,8	22,5

eine kurze Atempause in bezug auf Inflation, Nachfrage und Zahlungsbilanzungleichgewichte beschert. Gleichzeitig wird dadurch jedoch der Anreiz zur Vornahme der notwendigen langfristigen Anpassungen gemindert.

Obwohl das Bruttosozialprodukt der westlichen Industrieländer 1981 leicht zunahm, dürfte der Primärenergieverbrauch insgesamt um rund 2½% zurückgegangen sein. Da Öl die marginal eingesetzte Energie ist, nahm der Ölverbrauch um insgesamt rund 6% ab, wobei die Nettoöleinfuhren (die ihrerseits die marginale Ölquelle darstellen) noch stärker, nämlich um etwa 13%, fielen. Bis zum zweiten Halbjahr hatten sich die Nettoölimporte in den OECD-Raum auf durchschnittlich 19½ Mio. Barrel pro Tag zurückgebildet, eine Rate, wie sie seit 1969 nicht mehr verzeichnet worden war und der ein Höchsteinfuhrvolumen zwischen 26 und 27 Mio. Barrel pro Tag, erstmals im Jahr 1973 und erneut in den Jahren 1976–79 erreicht, gegenübersteht. Gleichzeitig stieg im vergangenen Jahr die eigene Ölförderung (unter Einschluß von Mexiko) weiter leicht an, womit sich der seit dem ersten Jahrfünft der siebziger Jahre verzeichnete Zuwachs auf insgesamt rund 4 Mio. Barrel pro Tag beläuft.

Erheblich zu dieser Entwicklung der jüngsten Zeit trugen beträchtliche Energie- und Öleinsparungen in den USA und in Japan im Zeitraum 1978–81 bei. Nach dem ersten Ölchock war der Ölverbrauch in den USA in Relation zum Bruttosozialprodukt sogar noch leicht gestiegen. Von 1978 bis 1981 sank er dann jedoch schätzungsweise um 25%, wodurch sich der Ölverbrauch in den USA mehr der durchschnittlichen Verbrauchsentwicklung in den anderen Ländern näherte. Nach Schätzungen der OECD ist der Gesamtenergie- bzw. Öleinsatz je Produkteinheit in den sieben großen Industrieländern seit 1973 um 14 bzw. 27–28% gesunken. Dies bedeutet, wie aus der obenstehenden Tabelle hervorgeht, daß der Anteil des Öls am gesamten Energieverbrauch im letzten Jahr unter 50% lag.

Welche Bedeutung diesen Zahlen zukommt, kann vielleicht am besten ermessen werden, wenn man sich vor Augen hält, wie noch vor einem Jahr auf dem gemeinsam von der OECD und der Internationalen Energieagentur veranstalteten

parlamentarischen Symposium über Energie- und Wirtschaftsfragen die Situation gesehen wurde. Bei unterschiedlichen Annahmen über die gesamtwirtschaftlichen Rahmendaten wurde der Versuch unternommen, für die nächsten zehn Jahre das Gesamtangebot und die Gesamtnachfrage am Ölmarkt zu schätzen. Danach wurde für möglich gehalten, daß der gesamte Energieeinsatz je Einheit des Bruttoinlandsprodukts bis 1985 um 8½% abnehmen könnte. Der Ölanteil am gesamten Primärenergieverbrauch würde diesen Schätzungen zufolge im selben Zeitraum auf 44½% sinken. Beide Werte könnten bald, möglicherweise noch vor 1985 erreicht werden. Und dem für die achtziger Jahre hindurch angenommenen Bedarf einer OPEC-Ölförderung von rund 30 Mio. Barrel pro Tag stand in den ersten Monaten dieses Jahres eine Förderung von zeitweise weniger als 18 Mio. Barrel pro Tag gegenüber.

Diese Zahlen vermitteln den Eindruck, daß die von der Energiesituation herrührenden Zwänge, namentlich die zu starke Abhängigkeit von eingeführtem Öl, beträchtlich schwächer geworden sind. Wie weit dies wirklich der Fall ist, steht indes nicht eindeutig fest. Zunächst einmal hat sich der Wirtschaftsabschwung in den westlichen Industrieländern fortgesetzt und verstärkt. Während nämlich die OECD und die Internationale Energieagentur in ihrem Energieszenarium davon ausgingen, daß das Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 1979 bis 1985 durchschnittlich um 2¾% pro Jahr wachsen würde, betrug die tatsächliche Wachstumsrate bisher noch nicht einmal die Hälfte dieses Wertes. Jedes Zurückbleiben des Wachstums des Sozialprodukts hinter den Voraussagen dürfte sich verstärkt im Öleinfuhrbedarf niederschlagen. Fast der gesamte zusätzliche Energiebedarf wird durch importiertes Öl gedeckt. Ein hinter den Erwartungen zurückbleibendes Wachstum könnte somit nicht nur das absolute Volumen der Öleinfuhren, sondern auch den Ölimportbedarf je Einheit des Bruttoinlandsprodukts recht deutlich beeinflussen.

Teilweise ist die Entspannung auf den Weltölmärkten auch das Ergebnis eines Umschwungs von einer Aufstockung zu einem Abbau der Vorräte von seiten der Ölverbraucherländer, ein Vorgang, der natürlich nicht ewig andauern kann. Überdies bedeutet die Tatsache, daß die bei der Energieeinsparung erzielten Fortschritte bisher größer als ursprünglich angenommen waren, nicht zwingend, daß die im Endeffekt erzielten Einsparerfolge die ursprünglichen Erwartungen übersteigen werden. Es könnte sehr wohl sein, daß die Verbraucher nur schneller reagiert haben und das Endergebnis nicht sehr viel besser als die Prognosen aussehen wird.

Größere Bedeutung muß langfristig gesehen der inländischen Ölförderung und noch mehr dem Ausbau alternativer Energieträger zukommen. Hier kann man nicht auf schnelle Ergebnisse hoffen. Der in letzter Zeit rückläufige Ölpreis soll nun jedoch zu einer gewissen Einschränkung der Ölexploration außerhalb des OPEC-Raums geführt haben. Dies läßt es ratsam erscheinen, daß die Verbraucherländer den Energiepreis für inländische Produzenten und auch für die Verbraucher – möglicherweise durch Steuern – hoch halten. Dies wiederum könnte eine gewisse Entlastung der öffentlichen Haushalte mit sich bringen, und wenn damit auch eventuell die Fortschritte an der Inflationsfront verlangsamt würden, müßte es gleichwohl nicht zu einem absoluten Preisanstieg kommen.

Nichtsdestoweniger muß aber besonders bei den Energieträgern Kohle und Kernenergie noch ein enormer Ausbau stattfinden, wenn die schrittweise Substitution

des Öls bewerkstelligt werden soll. Gerade hier sind jedoch die Befürchtungen in bezug auf Umweltschutz und Sicherheit verständlicherweise stark.

Schließlich bleibt abzuwarten, obwohl die letzten Daten auf größere und dauerhafte Einsparungen bei Öl hinweisen, ob der Weg aus der Abhängigkeit vom Öl weit genug führen wird. Das OECD/IEA-Symposium kam zu dem Ergebnis, daß die öleinführenden Länder, wenn sie große Anstrengungen unternähmen, mit einer OPEC-Ölförderung von maximal etwa 30 Mio. Barrel pro Tag auskommen könnten. Dieser Wert näherte sich indes bereits sehr stark früheren Produktionshöchstständen an. Aber selbst dann, wenn diese Menge jetzt reduziert werden kann, hört das eigentliche Problem nicht völlig auf zu bestehen. Denn bei günstigerem Wachstum und besserer Auslastung des Arbeitskräftepotentials in den Industrieländern könnte es notwendig werden, daß einige wichtige OPEC-Ölproduzenten erheblich größere Ölmengen bereitstellen, als es ihrem laufenden Einnahmebedarf entspricht. Stellt man zudem noch strategische Überlegungen an und erwägt die Möglichkeit unvorhergesehener Krisensituationen, dann ist es durchaus denkbar, daß eine stärkere Erholung der Volkswirtschaften der Industrieländer dieselben Probleme entstehen ließe, wie wir sie in den siebziger Jahren erlebt haben. Das Energieproblem mag an Schärfe verloren haben, und die Lage könnte sich noch weiter entspannen, wenn die Produktion des Irans und Iraks wieder das frühere Niveau erreichte; es könnte sich aber auch wieder verschärfen, wenn Konjunktur und Beschäftigung in den Industrieländern wieder deutlich nach oben zeigen.

#### **Anlageinvestitionen und Wachstumsverlangsamung**

Das Schlußglied in der Reihe vom Hemmnissen, mit denen es die Industrieländer zu tun haben, bildet die Investitionsneigung. Seit 1973 sind die Investitionen überall deutlich langsamer gewachsen als in den ersten Nachkriegsjahrzehnten. Diese Entwicklung ist sowohl eine Folge als auch eine Ursache der mäßigen Wirtschaftsleistung der fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit dem ersten Ölpreisschub. Mit der Zeit dürfte sich jedoch die Investitionsflaute zunehmend zu einer ausgeprägten – möglicherweise sogar zur wichtigsten – Ursache anhaltender Wachstumsverzögerung entwickeln. Umfang wie Qualität des Kapitalstocks könnten durch eine langanhaltende Periode schwacher Investitionstätigkeit in Mitleidenschaft gezogen werden. Letztlich zeichnet sich die Gefahr ab, daß sich die Volkswirtschaften in den „Fußangeln“ trägen Wachstums verfangen. Der Weg zu einem dynamischeren gesamtwirtschaftlichen Wachstum führt über höhere Investitionen. Bei ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird es jedoch schwierig, für private Investitionen den notwendigen Anreiz zu schaffen. Da die Produktionsmöglichkeiten der Wirtschaft auch durch anderweitige Störfaktoren beeinträchtigt sind, fehlt zwangsläufig ein wichtiger Anreiz, nämlich expandierende Märkte.

#### **Investitionen und Ersparnisbildung**

Die nachstehende Tabelle verdeutlicht, daß in fast allen Ländern das Wachstum der gewerblichen Investitionen seit 1973 stark nachgelassen hat. Die Abschwächung geschah freilich von einem außergewöhnlich hohen Niveau aus, am spekta-

kulärsten in Japan und am wenigsten ausgeprägt in Kanada. Es überrascht daher nicht, daß jüngste wissenschaftliche Untersuchungen auch auf eine rückläufige Wachstumsrate des Bruttoanlagevermögens hindeuten, wobei der Rückgang in den meisten Fällen zwischen ½ und 2% jährlich liegt. Daraus folgt, daß die Produktionskapazitäten nunmehr im Durchschnitt einen Umfang aufweisen, der zwischen 10 und 15% unter dem liegt, der sich bei Fortschreibung der früheren Trends ergeben hätte. In dem Ausmaß, wie sich die Bildung obsoleter Kapazitäten – möglicherweise noch verstärkt durch die Veränderung der relativen Energiepreise – beschleunigt hat, mag das genutzte Anlagevermögen noch geringer sein.

Reale Unternehmensinvestitionen (ohne Wohnungsbau)

	1960–73	1973–79	1980	1981 <sup>1</sup>
	Jahresdurchschnittliche Wachstumsrate			
USA .....	5,7	2,8	- 3,0	2,5
Kanada .....	5,8	5,0	8,6	6,9
Japan .....	14,0	1,7	6,5	1,6
Deutschland (BR) .....	4,7	2,4	3,3	- 2,1
Frankreich .....	7,2	1,4	5,2	- 2,3
Großbritannien .....	4,2	3,2	3,8	- 1,8
Italien .....	4,7	- 1,3	9,8	- 2,5
Belgien .....	5,1	0,2	8,2	- 4,5
Niederlande .....	5,1	2,0	- 6,5	-14,0
Schweden .....	4,3	- 0,5	1,3	- 7,1
Schweiz <sup>2</sup> .....	5,5	- 2,0	6,9	1,7

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Einschließlich öffentlicher Sektor.

Wenn man die Investitionstätigkeit der jüngsten Zeit am Anteil der gesamten Anlageinvestitionen im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt mißt, zeigt sich gleichfalls ein Rückgang, der jedoch zumeist relativ gering ausfällt, wobei es sogar ein oder zwei Ausnahmen gibt. Auf den ersten Blick ist dies etwas überraschend. Denn zum einen waren zahlreiche Faktoren, die gewöhnlich die Investitionsentscheidungen stark beeinflussen, wie etwa die Ertragsaussichten und die Zinsen, ungünstig. Mehr grundsätzlicher Natur ist die Aussage der Theorie des wirtschaftlichen Wachstums, daß der marginale Investitionsbedarf in der Weise von der Produktion abhängt, daß ein Übergang zu einem langsameren Gesamtwachstum unter sonst gleichen Umständen einen fühlbaren Rückgang der Relation Investition/Produktion mit sich bringt. Für die Industrieländer insgesamt war die Veränderung im Wachstumstrend keinesfalls gering: In den Jahren von 1973 bis 1981 betrug das jährliche Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im Durchschnitt nur 2,4%, verglichen mit einer Durchschnittsrate von 5% im Zeitraum 1960–73.

Zum Teil erklärt sich dieses scheinbare Paradoxon aus der Änderung der Energiepreise, die neue Investitionen notwendig gemacht und angeregt haben. Darüber hinaus ist der Investitionsbedarf in zahlreichen Ländern durch staatliche Regulierungen in Zusammenhang mit Maßnahmen des Umweltschutzes und der

Förderung gesunder und sicherer Arbeitsbedingungen gewachsen. Schließlich dürften die hohen Lohnkosten trotz ihrer negativen Auswirkung auf die Erträge und die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen zu Investitionen in arbeitsplatzsparende Ausrüstungsgüter, d. h. zur Steigerung der Kapitalintensität, angeregt haben. Diese Aussage steht freilich a priori in einem gewissen Widerspruch zu dem seit 1973 beobachteten starken Rückgang der Arbeitsproduktivität.

Bruttoanlageinvestitionen (Inland)

	1960-73	1973-79	1980	1981
	in Prozent des BSP/BIP			
USA .....	18,2	18,1	17,7	17,0
Kanada .....	22,1	23,2	23,6	24,5
Japan .....	33,8	32,2	31,8	31,0
Deutschland (BR) .....	25,0	21,7	23,5	22,8
Frankreich .....	23,2	22,6	21,6	21,2
Großbritannien .....	18,3	18,6	17,8	16,2
Italien .....	20,9	19,8	19,8	20,3
Belgien .....	21,7	21,7	21,0	20,1
Niederlande .....	24,9	21,1	21,0	19,9
Schweden .....	23,2	20,7	20,1	19,1
Schweiz .....	28,1	23,5	23,8	24,2

Die insgesamt relativ gut gehaltenen Investitionsquoten sind deshalb vielleicht nicht ganz so günstig, wie sie erscheinen. Sie mögen auf kurze Sicht angesichts gegenwärtiger und zukünftiger Wachstumshemmnisse das richtige Maß haben. Aber gemessen an dem absoluten Investitionsvolumen, das nach Ablauf der mittelfristigen Anpassungsperiode notwendig sein wird, um die für Beschäftigung und Produktivität angestrebten Wachstumsziele zu erreichen – mögen diese auch weniger ehrgeizig sein als in der Zeit vor 1973 –, sind sie ungenügend. Es besteht mit anderen Worten die Gefahr, daß ein sehr viel größerer Teil der Arbeitslosigkeit struktureller Natur wird. Da zudem die laufenden Investitionsvorhaben häufig dazu dienen, den technologischen Fortschritt für eine rationellere Produktion zu nutzen, läuft ein langsames Investitionswachstum wohl darauf hinaus, daß die Produktivität des vorhandenen Kapitalstocks nicht so hoch ist, wie sie sein könnte. Überdies muß zwangsläufig die Modernität der Produktionsanlagen stärker abnehmen.

Zu bedenken ist auch, daß die erforderlichen strukturellen Anpassungen des Kapitalstocks wegen des niedrigen Investitionswachstums nicht schnell genug vorangekommen sein könnten. Insbesondere könnte die langsamere Erneuerung der Produktionsanlagen zu Verzögerungen bei der Einführung energiesparender Technologien geführt haben. Auch jene Umstellungen könnten langsamer vorankommen, die durch den aufkommenden Wettbewerb junger Industrienationen geboten sind. Aus all diesen Gründen dürfte es angezeigt sein, daß die Wirtschaftspolitik hauptsächlich in Richtung auf eine Belebung der Investitionen zielt. Die Frage ist jedoch, wie dies in dem derzeitigen ungünstigen Wirtschaftsklima bewerkstelligt werden kann.

Die meisten Untersuchungen über das Investitionsverhalten der Unternehmer sind zu dem betrüblichen Ergebnis gelangt, daß die Absatzerwartungen die Investitionsausgaben entscheidend mitbestimmen, und diese Erwartungen sind derzeit unter den gegebenen Umständen gedämpft. Infolgedessen würde eine starke Ausweitung der Investitionsvorhaben die Gefahr des Aufbaus (freilich nur vorübergehend) brachliegender Kapazitäten heraufbeschwören, was für ein Unternehmen ein sicherer Weg in die Insolvenz ist. Ein Mittel zur Überwindung dieser Hauptschwierigkeit wären zuvor angekündigte, zeitlich befristete Investitionsanreize. Beispielsweise haben sowohl die deutsche wie die französische Regierung Programme zur steuerlichen Entlastung von gewerblichen Investitionen beschlossen, die nur für innerhalb einer bestimmten Zeitspanne begonnene oder durchgeführte Investitionsvorhaben gelten.

Ein solches Programm allein mag zwar nur schwerlich bessere Ergebnisse zeitigen, doch könnte es durch eine Förderung anderer, nicht nachfrageorientierter Faktoren verstärkt werden. Am wichtigsten wäre wohl eine deutliche Verbesserung der Ertragslage. Die Zahlen über die Verteilung des Volkseinkommens lassen erkennen, daß die Unternehmenserträge in der Phase der zweiten Ölkrise wohl nicht so drastisch gefallen sind, daß sie aber vielerorts noch immer unter dem Stand der frühen siebziger Jahre liegen. Eine Umverteilung der Faktoreinkommen, d. h. ein langsames Wachstum der realen Arbeitseinkommen, könnte sowohl die Investitionsneigung erhöhen als auch die erforderlichen Eigenfinanzierungsmittel bereitstellen, die hierfür erforderlich sind. Sie dürfte mit anderen Worten dazu beitragen, die Geldvermögensbildung und die Investitionen der Unternehmen zu erhöhen. Freilich ist einzuräumen, daß der bereits jetzt sehr langsame Anstieg der Realeinkommen es schwierig macht, den notwendigen Grad an Restriktion zu erreichen.

Ein damit in Zusammenhang stehender Punkt, der in diesem Kapitel bereits behandelt wurde, betrifft die Frage der Abstimmung wirtschaftspolitischer Instrumente und das – bei gleichzeitigem Antiinflationkurs der Geldpolitik – durch eine

Anteil der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen

	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	Prozent									
USA .....	72,7	76,5	78,2	77,6	77,4	76,9	77,2	77,5	78,5	78,7
Japan .....	53,3	57,2	62,8	66,1	66,4	67,9	66,6	67,5	68,3	.
Deutschland (BR) .....	65,5	69,3	72,4	72,3	71,4	71,4	71,2	71,1	72,2	73,3
Frankreich .....	62,3	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,5	71,3	73,0	75,5
Großbritannien .....	75,7	75,8	79,5	82,6	80,5	77,9	77,4	78,8	81,4	.
Italien .....	56,8	61,3	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,2	65,6	68,7
Kanada .....	70,7	72,4	70,6	72,1	72,7	73,5	71,9	69,5	69,9	71,5
Belgien .....	62,3	64,9	68,0	70,2	71,0	71,9	72,1	72,3	73,5	.
Niederlande .....	65,1	68,6	70,1	72,5	69,9	70,6	71,1	72,0	72,8	.
Schweden .....	75,4	76,9	76,3	77,5	81,0	85,5	84,0	81,3	80,3	.
Schweiz .....	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,0	73,3	.

zu laxer Haushaltspolitik verursachte hohe Zinsniveau. Ein solches „crowding-out“ sieht für potentielle Investoren wie ein willkürlich errichtetes Hindernis aus. Hohe Zinsen bergen auch die Gefahr in sich, daß steigende Unternehmensgewinne als Bankeinlagen gehalten, in Staatspapiere angelegt oder für Tilgungen statt für produktive Investitionen verwendet werden.

Die derzeitige Wirtschaftspolitik ist natürlich, was das Zurückdrängen der Inflation angeht, bereits sehr viel weiter gekommen. Es wird nunmehr allgemein anerkannt, daß die Inflation, insbesondere in ihrer ausgeprägten kosteninduzierten Form, wie sie das letzte Jahrzehnt brachte, leicht zu einem Hemmschuh für Investitionen wird. Hohe Preissteigerungsraten tendieren zu stärkeren Ausschlägen und tragen somit, sowohl binnenwirtschaftlich als auch durch Überreaktionen an den Devisenmärkten, zu unsicheren Ertragsersparungen bei. Da zudem die Inflation die nominalen Zinssätze ansteigen läßt, erhöht sie das mit einer langfristigen Verschuldung verbundene Risiko erheblich. Freilich könnte der günstige Einfluß einer geringeren Inflation auf die Investitionen ganz oder teilweise zunichte werden, wenn die Kosten des Inflationsabbaus in Form steigender Arbeitslosigkeit zu hoch würden. Nicht nur, daß die Nachfrage selbst weiter und möglicherweise bis unter den sonst zulässigen Stand absinken würde, vielmehr könnte eine hohe und anhaltende Arbeitslosigkeit auch die Erwartungen der Unternehmer hinsichtlich der politischen wie der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, innerhalb deren neue Investitionsvorhaben durchgeführt werden, negativ beeinflussen. Aus diesen beiden Gründen und auch mit Blick auf die starken Verkrustungen am Arbeitsmarkt könnte eine Einkommenspolitik in einigen Fällen hilfreich sein, zumindest dort, wo andere Gründe sie nicht unannehmbar machen. Eine solche Politik könnte helfen, die Beschäftigungseinbußen des Inflationsabbaus zu verringern und die notwendige Einkommensumverteilung zugunsten der Unternehmensgewinne vorzunehmen.

Die vorausgegangenen Ausführungen sollten deutlich machen, daß ein höheres Investitionsvolumen als das gegenwärtige ideal wäre. Für einige Länder mit einer tendenziell rückläufigen Investitionsquote ergibt sich hieraus auch, daß diese bei einer besseren Nutzung der Ressourcen dann auch zunehmen muß. Dementsprechend würde dann wohl auch der Anteil der Ersparnis am Volkseinkommen steigen.

Die gegenüberstehende Tabelle zeigt die inländische Ersparnisbildung sowohl vor wie nach den Ölkrisen. Es lassen sich kaum Gemeinsamkeiten bei der Ersparnis des gesamten privaten Sektors (private Haushalte und Unternehmen) feststellen. In einigen Fällen, so in Großbritannien, Schweden und Kanada und möglicherweise in Italien, ist die private Sparquote in den letzten Jahren gestiegen, während sie in den anderen Ländern und insbesondere in Frankreich, Belgien und den Niederlanden tendenziell zurückging. Was die Ersparnis der öffentlichen Haushalte betrifft, ist überall ein Rückgang der Sparquote festzustellen, was eine wesentliche Erklärung für die bekannte Verschlechterung der Lage der öffentlichen Haushalte insgesamt darstellt. Dies legt den Schluß nahe, daß der Staatssektor sehr wohl einen wesentlichen Beitrag zu der notwendigen Zunahme der gesamten inländischen Ersparnisbildung leisten könnte. (Es sollte bedacht werden, daß in den letzten Jahren zwar das internationale Sparaufkommen in Gestalt des OPEC-Überschusses groß war, daß

die politischen Absichten aber bekanntlich dahin gehen, diesen erheblich zu reduzieren.) Es trifft zwar zu, daß in einigen Ländern, namentlich den USA, versucht wird oder geplant ist, durch Steuersenkungen das private Sparen anzuregen. Doch ist unsicher, wie der private Sektor auf solche Steuererleichterungen reagieren wird, denn solange es nicht gleichzeitig zu ausreichend großen Abstrichen bei den laufenden öffentlichen Ausgaben kommt, besteht die Gefahr, daß die private Mehrersparnis durch eine weitere Abnahme des öffentlichen Sparaufkommens zumindest teilweise kompensiert wird. Ein verlässlicheres Verfahren zur Verbesserung des privaten

Inländische Bruttoersparnis

	Jahre	Gesamtwirtschaft	Öffentliche Haushalte	Inländischer privater Sektor
USA .....	1960-73	19,4	2,3	17,1
	1974-79	18,9	1,1	17,8
	1980	18,3	0,6	17,7
	1981	18,3	0,8	17,5
Kanada .....	1960-73	21,8	4,1	17,7
	1974-79	21,4	1,7	19,6
	1980	21,5	0,9	20,6
	1981	22,2	2,4	19,8
Japan .....	1965-73	37,4	6,6	30,8
	1974-79	32,6	3,2	29,3
	1980	30,7	3,3	27,3
	1981	31,8	3,6	28,2
Deutschland (BR) .....	1960-73	27,1	6,0	21,1
	1974-79	23,3	2,4	20,9
	1980	23,0	2,3	20,7
	1981	21,8	0,9	20,9
Frankreich .....	1961-73	29,0	4,9	24,1
	1974-79	23,0	2,7	20,3
	1980	21,7	3,7	18,0
	1981	19,1	1,6	17,5
Großbritannien .....	1960-73	19,3	4,5	14,8
	1974-79	17,9	0,5	17,4
	1980	19,1	0,8	18,3
	1981	17,6	0,5	17,1
Italien .....	1961-73	23,4	-2,1	25,5
	1974-79	22,2	-5,1	27,3
	1980	22,6	-3,7	26,3
	1981	18,9	-7,1	26,0
Belgien .....	1960-73	25,9	1,5	24,4
	1974-79	20,6	-1,3	21,9
	1980	16,3	-4,6	20,9
	1981	.	-8,2	.
Niederlande .....	1960-73	27,4	5,1	22,3
	1974-79	22,9	2,6	20,3
	1980	20,1	1,5	18,6
	1981	20,0	1,0	19,0
Schweden .....	1960-73	24,2	9,8	14,4
	1974-79	19,7	5,4	14,2
	1980	17,3	0,1	17,2
	1981	16,0	-0,9	16,9
Schweiz .....	1960-73	31,2	.	.
	1974-79	27,7	.	.
	1980	26,7	.	.
	1981	28,0	.	.



Sparergebnisses wäre, wie bereits weiter oben dargelegt, eine deutliche Korrektur der Einkommensverteilung zugunsten der Unternehmenserträge.

In dem Ausmaß, wie der zusätzliche Investitionsbedarf in die Verantwortung des öffentlichen Sektors fällt, könnte ein Anstieg der öffentlichen Ersparnis (Senkung der laufenden Ausgaben) automatisch entsprechend höhere Investitionen zur Folge haben. Die Gefahr einer Kürzung der laufenden öffentlichen Ausgaben allein besteht bekanntlich darin, daß sich die Anreize zur Vornahme privater Investitionen (einschließlich eines Zinsrückgangs) unter den gegebenen Umständen als unzureichend für eine entsprechende Erhöhung der Investitionsausgaben des privaten Sektors herausstellen könnten. In diesem Falle würde die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit und Konjunktur noch weiter zurückgehen. Die Regierungen wandeln somit auf einem schmalen Grat. In den meisten Fällen wird eine Rückführung der Haushaltsdefizite nötig sein, um Erfolg zu haben. Bei einem zu frühen und zu starken Abbau der Deckungslücken besteht indes die Gefahr, daß sich die Nachfragesituation zunächst weiter verschlechtert (und die gespannte Haushaltslage sich im übrigen weiter verschärft). Auf der anderen Seite dürften bei einer zu laxen Haltung die Zinsen auf einem zu hohen Niveau verharren und die Erwartungen negativ beeinflußt werden. Angesichts der hohen Bedeutung, die den Erwartungen zukommt, scheint in den meisten Fällen ein überzeugendes Programm zur mittelfristigen Konsolidierung der Haushalte geboten zu sein, bei dem die Defizite auf der Basis realistischer Schätzungen von Wachstum und Zinsen abnehmen.

### Langsames Wachstum und die Folgen

Das Investitionsproblem ist nur ein, wenn auch wichtiges Beispiel für die vertrackten wirtschaftspolitischen Schwierigkeiten, denen sich die Regierungen gegenwärtig gegenübersehen. Im Kern besteht das Problem darin, daß nicht in jedem Fall darauf vertraut werden kann, daß eine langandauernde Wachstumsstockung und unausgelastete Kapazitäten den notwendigen selbstkorrigierenden Anpassungsprozeß hervorbringen. Es kann in der Tat zu sich selbst verstärkenden, entgegengesetzten Reaktionen kommen.

Wie im folgenden Kapitel dargelegt, wirkt beispielsweise eine Konjunkturfalte zwar inflationsdämpfend, doch müssen einige andere Einflüsse langsamen Wirtschaftswachstums, von einem Anstieg der Stückkosten bis hin zu einkommenspolitischen Erwartungen, sich nicht immer günstig auswirken.

In ähnlicher Weise kann bei einer Ressourcenumverteilung eine gesamtwirtschaftliche Unterauslastung die Arbeitskräftemobilität begünstigen und durch finanziellen Druck die Unternehmer dazu anhalten, Verbesserungen im Sinne einer „strafferen und effizienteren“ Unternehmensplanung voranzutreiben. Gleichzeitig jedoch dürften sich die Forderungen nach Erhalt und Subventionierung unrentabler Arbeitsplätze zunehmend verstärken.

Die Regierungen haben natürlich versucht, mit einigen der negativen Auswirkungen langsamen Wirtschaftswachstums und insbesondere mit der Arbeitslosigkeit fertigzuwerden. Beispielsweise wurden unter dem Eindruck eines unverhältnismäßig großen Anteils der Jugendlichen unter den Arbeitslosen verschiedene Arten von Berufsausbildungs- und -weiterbildungsprogrammen eingeleitet oder ausgebaut. Es

gab auch Bestrebungen, die Arbeitszeit zu verkürzen und sogenannte Arbeitsplatzgemeinschaften zu schaffen. Derartige Pläne können als eine teilweise Umstellung auf neue Gegebenheiten in einer Welt verhalteneren Wirtschaftswachstums angesehen werden. Wenn sie aber nicht durch angemessene Nominallohnanpassungen flankiert werden, besteht die Gefahr eines weiteren Ansteigens der Stückkosten. Die Erfahrungen in Frankreich in jüngster Zeit haben gezeigt, daß eine Reduzierung der wöchentlichen Arbeitszeit eine realistische Haltung in bezug auf die Bewertung des Faktors Arbeit erschweren kann. Hinzu kommt, daß für den Augenblick gebotene Veränderungen im gesellschaftlichen und im Arbeitsleben sich später als unangemessen und schwer umkehrbar herausstellen könnten.

In diesem Kapitel wurde ein eher düsteres Bild von den begrenzten Möglichkeiten einer baldigen Besserung der Lage in bezug auf die mittelfristigen Wachstumserwartungen und Beschäftigungsaussichten in den Industrieländern gezeichnet. Trotz der gegenwärtigen Ölschwemme und der langerwarteten Inflationserfolge der letzten Zeit ist der Handlungsspielraum nicht so groß, wie man meinen könnte, wenn man nur allein die hohe Arbeitslosigkeit vor Augen hat. So paradox es aussehen mag: Ging die Rezession auch tiefer, als unbedingt notwendig war, so könnte doch kurzfristig ein erheblicher Impuls eher von der Ankündigung kommen, *zukünftig* einen *restriktiveren* haushaltspolitischen Kurs zu verfolgen, insbesondere in den USA, als von einer herkömmlichen Lockerung im jetzigen Zeitpunkt.

Zumindest in den Industrieländern dürfte die erneut hohe Arbeitslosigkeit gegenwärtig die größte Sorge bereiten. Der Weg zurück zu mehr Wachstumsdynamik dürfte nicht nur lang sein, sondern auch der hierfür notwendige Transmissionsmechanismus – nachhaltiger Investitionsschub und kräftiger Anstieg der Ersparnis – wird sich kaum sofort und nennenswert günstig auf die Beschäftigung auswirken. Der Spielraum für kapazitätsausweitende Investitionen wird relativ eng bleiben, während kapitalintensive Investitionen definitionsgemäß Arbeitsplätze einsparen, wenn auch der Anreiz zu rein arbeitskräftesparenden Investitionsausgaben vermindert werden könnte, wenn es gelänge, die realen Lohnkosten niedrig zu halten.

Im übrigen schließen die zahlreichen, oben dargelegten Hemmnisse die herkömmliche Form keynesianischer Nachfragestimulierung weitgehend aus, denn diese geht davon aus, daß die ungenutzten Ressourcen selbst problemlos zur Beschaffung der notwendigen Investitionsgüter mobilisiert werden und leichter das grundlegende öffentliche Ausgabenvolumen finanzieren können. Die Einsicht in diese Zusammenhänge durch den privaten Sektor sowie die ausgeprägten Befürchtungen über hohe Staatsdefizite und anhaltende Inflation mögen dazu geführt haben, daß die traditionellen Instrumente der Nachfragesteuerung relativ stumpf geworden sind.

Bei dieser Sachlage wäre es sinnlos, behaupten zu wollen, es gäbe ein Patentrezept oder eine Fortsetzung des relativ langsamen Wachstums beinhalte keine eigenen Risiken. Gleichwohl bleibt den Regierungen kaum eine andere Wahl, als die Umstellungsprozesse und die Investitionen so aktiv wie nur irgend möglich zu fördern, während sie gleichzeitig die unvermeidlichen Anpassungen an die geänderten Verhältnisse vornehmen und nötigenfalls die erforderlichen Ressourcen über eine Verringerung sowohl des Umfangs wie des Defizits des öffentlichen Sektors zur Verfügung stellen.

### III. INFLATION UND ARBEITSLOSIGKEIT

#### Schwerpunkte

Mit der Abschwächung der Nachfrage und der Produktion setzte sich 1981 der Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Ländern der Zehnergruppe weiter fort und erreichte in den ersten Monaten dieses Jahres in einigen Ländern den Höchststand der Nachkriegszeit. Die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote betrug 1981 im Berichtsgebiet 6½%, verglichen mit 5½% im Jahre 1980 und einer ähnlichen Größenordnung im Zeitraum 1975/76. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit war besonders stark in Europa; so lagen Ende des vergangenen Jahres die Arbeitslosenquoten in Belgien, den Niederlanden und in Großbritannien bei über 10%. In Japan, Schweden und der Schweiz waren die Arbeitslosenquoten niedriger als in den übrigen Ländern der Zehnergruppe und reichten von 0,3% in der Schweiz bis zu etwa 3% in Schweden.

Gleichzeitig wurde in den ersten Monaten von 1982 deutlich, daß sich der Preisanstieg in den größeren Industrieländern gegenüber dem vor zwei Jahren erreichten Stand deutlich abgeschwächt hatte. Gegen Ende 1981 war die gewogene durchschnittliche Inflationsrate in den Ländern der Zehnergruppe und in der Schweiz, gemessen am Verbraucherpreisanstieg in den vorangegangenen zwölf Monaten, von dem Höchststand des Jahres 1980 von nahezu 13% auf etwas über 9% zurückgegangen. Anzeichen einer weiteren Abschwächung des Preisauftriebs ließen Anfang 1982 darauf schließen, daß sich die durchschnittliche Inflationsrate in der Zehnergruppe dem Ende 1978 erreichten 7%-Niveau näherte.

Dieser befriedigendere Stabilitätserfolg war hauptsächlich die Folge der Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität, die 1980 in den Industrieländern unter dem Einfluß des scharfen Anstiegs der Weltmarktpreise in den Jahren 1979/80 begann und durch die restriktive Wirtschaftspolitik der Industrieländer akzentuiert wurde. Die konjunkturelle Abschwächung führte unter anderem zu einem ausgeprägten Rückgang der Rohstoffpreise, was ein gewichtiger Faktor dafür war, daß die Inflationsraten im vergangenen Jahr sanken. Von Herbst 1980 bis Ende 1981 fielen die Preise für Nichtölerzeugnisse (auf SZR-Basis) um 17%, während die Dollarpreise für schweres Heizöl auf den Spotmärkten von ihrem 1980 erreichten Höchststand von über \$ 35 je Barrel auf unter \$ 25 zu Anfang dieses Jahres zurückgingen.

Nur in wenigen Ländern trugen 1981 die Nominalverdienste deutlich zu der Abschwächung des Preisanstiegs bei. Vergleicht man jedoch die Perioden, die den zwei Ölpreisschocks folgten, so kann gleichwohl der relative Erfolg der entschlosseneren Antiinflationpolitik, die in der zweiten Periode verfolgt wurde, auch an der Entwicklung der Nominal- wie der Realverdienste registriert werden. Gegen Ende 1974 erreichte der durchschnittliche Anstieg der Nominallöhne in den Ländern der Zehnergruppe und in der Schweiz 15%, während er nach dem zweiten Ölpreisschock nicht über 10% hinausging, womit die Sekundäreffekte der äußeren Preisschübe begrenzt blieben. Mit der weiteren Abschwächung des Preisauftriebs haben

sich in den letzten Monaten die Löhne in einer Reihe von Ländern sogar langsamer erhöht als zuvor. Bei den Realverdiensten und den gesamten realen Arbeitskosten ist der Gegensatz zu der früheren Periode besonders ausgeprägt. Im Zeitraum 1979–81 waren die Erhöhungen weniger weit verbreitet als in den Jahren 1974–76, und, wo sie stattfanden, waren sie wesentlich niedriger. Darüber hinaus bewegten sie sich in praktisch allen Fällen innerhalb der Grenzen, die durch das Produktivitätswachstum und die Veränderungen des realen Austauschverhältnisses vorgegeben sind. Damit sind die Verteilungsrelationen besser aufrechterhalten worden als in der Zeit nach der ersten Ölkrise; in einigen Ländern scheint die Einsicht zu wachsen, daß dies eine wichtige Voraussetzung für günstigere Beschäftigungsaussichten in der Zukunft ist.

Hinter dem durchschnittlichen Rückgang der Inflationsraten im vergangenen Jahr verbergen sich ausgeprägte Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Der größte Rückgang war in den nichteuropäischen Mitgliedsländern der Zehnergruppe zu verzeichnen, wobei die USA und Japan sehr ausgeprägte Stabilitätsfortschritte aufwiesen; die Inflation schwächte sich auch deutlich in Großbritannien, Italien und Schweden ab. Andererseits beschleunigte sich der Preisanstieg 1981 in gewissem Umfang in den europäischen Ländern mit relativ niedrigen Inflationsraten. Diese unterschiedlichen Entwicklungen waren teils das Ergebnis von Abweichungen hinsichtlich des zeitlichen Einsatzes und der Wirksamkeit binnenwirtschaftlicher antiinflationärer Maßnahmen und teils die Folge des scharfen Anstiegs des Außenwerts des Dollars gegenüber europäischen Währungen in den ersten sieben Monaten von 1981. Die zwischen August und Dezember 1981 erfolgte teilweise Korrektur des früheren Anstiegs des Dollarkurses war somit in jüngster Zeit, zusammen mit dem weiteren Nachgeben der Rohstoffpreise, ein Faktor für die allgemeine Abschwächung der Inflation in den europäischen Ländern.

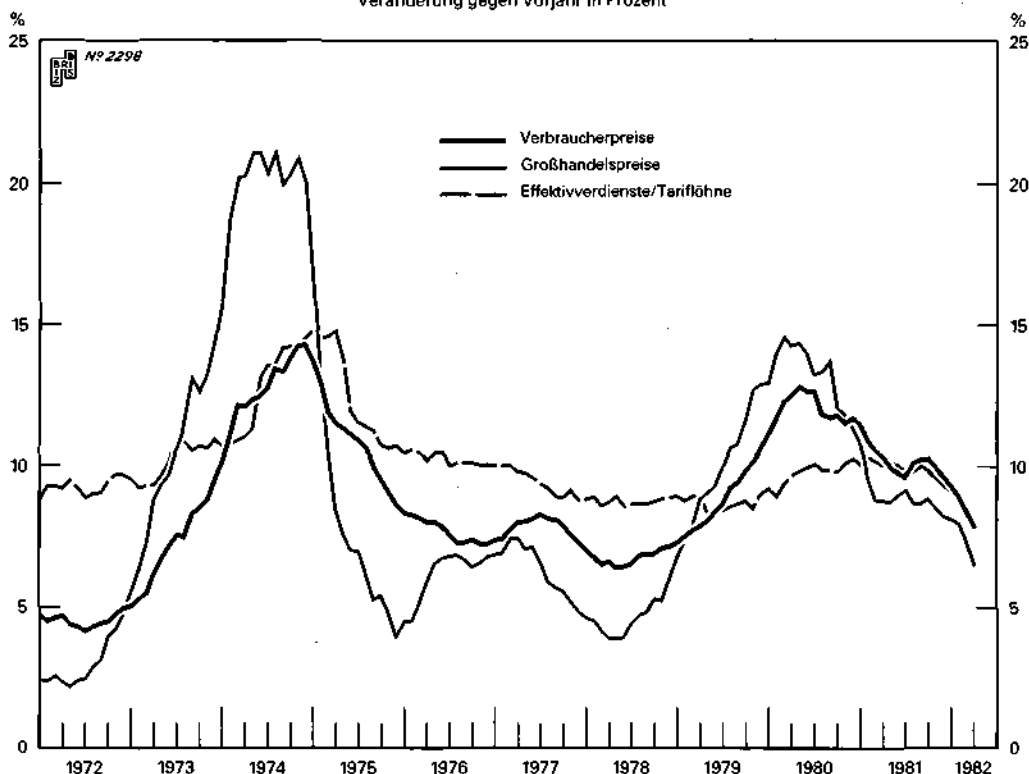
Dieses Kapitel erörtert, über die Beschreibung dieser jüngsten Entwicklungen hinaus, den Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation in den Ländern der Zehnergruppe seit 1972. Mit Ausnahme der Schweiz hat sich dieser Zusammenhang im Laufe der letzten zehn Jahre in unterschiedlichem Ausmaß dahingehend verschlechtert, daß höhere Arbeitslosigkeit von höherer Inflation begleitet war. Im Lichte dieser längerfristigen Verschlechterung und angesichts der wirtschaftlichen Kosten und Vorteile der Antiinflationspolitik, die wegen der Ölpreissteigerungen von 1979/80 angewendet wurde, schließt dieses Kapitel mit einer Untersuchung der Möglichkeiten für alternative oder ergänzende wirtschaftspolitische Maßnahmen.

### **Jüngste Preisentwicklung**

Seit dem Frühjahr 1980 sind die Inflationsraten in den wichtigen Industrieländern beträchtlich zurückgegangen. Wie die folgende Grafik zeigt, schwächte sich in der Zehnergruppe und in der Schweiz der jährliche Verbraucherpreisanstieg im gewogenen Durchschnitt von einem Höchstwert von nahezu 13% im Jahre 1980 auf etwa 8% Anfang 1982 ab. Dieser Wachstumsrückgang kehrte den größten Teil des steilen durchschnittlichen Verbraucherpreisanstiegs, soweit er durch die zweite Ölpreiserhöhung von 1979 ausgelöst worden war, wieder um. Die Abschwächung der

### Inflation in den Zehnergruppenländern und der Schweiz\*

Veränderung gegen Vorjahr in Prozent

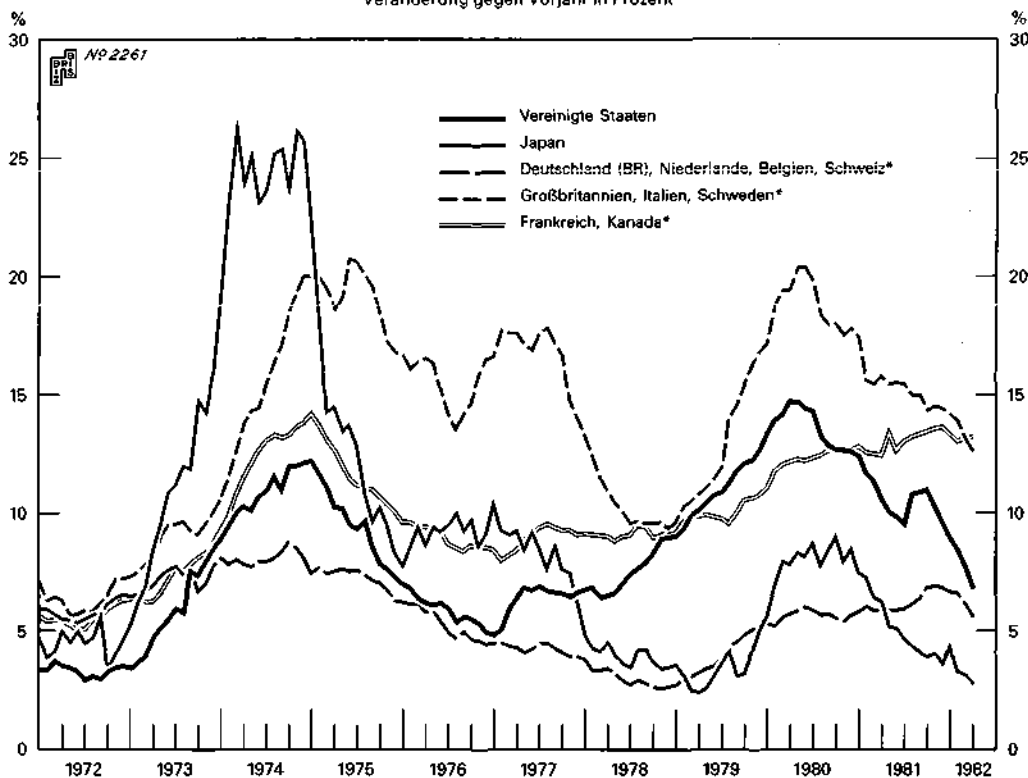


\*Gewogenes Mittel, wobei die Gewichte den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1977 entsprechen.

Inflation in den vergangenen zwei Jahren ging mit einer allgemeinen Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einher, da die meisten Industrieländer ihre restriktive Geldpolitik konsequent weiterverfolgten, um die durch den Ölpreisanstieg ausgelösten sekundären Inflationsanstöße in Grenzen zu halten. Als Folge der wirtschaftlichen Abschwächung gingen die internationalen Rohstoffpreise, einschließlich der Ölpreise, 1981 scharf zurück, wodurch der allgemeine Preisauftrieb gebremst wurde. Dieser Rückgang der Rohstoffpreise war ein Hauptgrund für die deutliche Abschwächung der Inflation auf der Großhandelsstufe, wobei die gewogene Steigerungsrate der Großhandelspreise von dem Anfang 1980 erreichten Höchstwert von fast 15 auf 8% gegen Ende 1981 fiel. Im Verlauf von 1982 dürfte dieser niedrigere Anstieg der Großhandelspreise zu einer weiteren Senkung der Inflation auf der Verbraucherstufe beitragen.

Die Abschwächung des Preisauftriebs im Jahre 1981 geschah nicht einheitlich, sondern war eher auf wenige Länder konzentriert, während die Inflationsraten in anderen Ländern leicht stiegen. Wie die nachstehende Grafik zeigt, war der Rückgang der Inflation am stärksten ausgeprägt in den USA und in Japan, doch auch in Großbritannien, Italien und Schweden schwächte sich der Preisauftrieb fühlbar ab. Demgegenüber stiegen 1981 die Inflationsraten geringfügig in Deutschland, den Niederlanden, Belgien, der Schweiz, Frankreich und Kanada.

Anstieg der Verbraucherpreise  
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



\* Gewogenes Mittel, wobei die Gewichte den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1977 entsprechen.

Ein wichtiger Grund für die divergierende Entwicklung der Inflationsraten im Jahre 1981 waren die starken Wechselkursschwankungen. Wie im folgenden näher ausgeführt wird, verstärkte in den USA insbesondere die kräftige Höherbewertung des Dollars in den ersten sieben Monaten von 1981 den Einfluß der sich abschwächenden internationalen Rohstoffpreise, während durch die Dollaraufwertung dieser Einfluß in anderen Ländern aufgehoben wurde oder sich in einigen Fällen zeitweise sogar in das Gegenteil verkehrte. Ein anderer wichtiger Faktor waren die Unterschiede hinsichtlich des zeitlichen Einsatzes, der Intensität und des Erfolges der Antiinflationsmaßnahmen. Besonders erfolgreich in bezug auf eine schnelle Anpassung und Überwindung der zweiten Erdölkrise war Japan; der japanische Verbraucherpreisanstieg halbierte sich mit 4% nahezu im Verlaufe des Jahres 1981; dies war die niedrigste Rate unter den größeren Industrieländern. Der Verbraucherpreisanstieg in den USA ging ebenfalls stark zurück; von einem Höchstwert von 14½% Anfang 1980 sank die Inflationsrate 1981 auf 9%. Auch Italien und Großbritannien verzeichneten im vergangenen Jahr eine beträchtliche Abschwächung der Inflation.

Sowohl in Kanada als auch in Frankreich verstärkte sich 1981 die inflationäre Entwicklung. In Kanada war die seit sechs Jahren verfolgte Politik einer ständigen

Entwicklung der Verbraucherpreise

	Veränderung gegen Vorjahr								Veränderung gegenüber drei Monaten zuvor <sup>1</sup>	
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1981	1982
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	März	März	März
	Prozent									
USA .....	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	6,8	2,6	0,6
Japan .....	5,3	21,9	10,4	3,5	5,8	7,1	4,3	2,8	1,4	-0,1
Deutschland (BR) .....	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,4	6,3	5,0 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Niederlande .....	7,9	10,9	8,5	3,9	4,8	6,7	7,2	6,6 <sup>2</sup>	2,4 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>
Belgien .....	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,4 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	1,6 <sup>2</sup>
Schweiz .....	6,9	7,6	1,3	0,7	5,1	4,4	6,6	5,6 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Großbritannien .....	7,7	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	10,4	3,0	1,4
Italien .....	7,4	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	15,5 <sup>2</sup>	4,7 <sup>2</sup>	3,2 <sup>2</sup>
Schweden .....	6,3	11,6	9,6	7,4	9,8	14,1	9,2	8,7 <sup>2</sup>	3,1 <sup>2</sup>	2,3 <sup>2</sup>
Frankreich .....	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	14,1	3,1	3,3
Kanada .....	5,1	12,4	5,8	8,4	9,8	11,2	12,1	11,6	3,7	3,2
Österreich .....	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	5,9	2,9	2,4
Dänemark .....	7,1	15,4	13,1	7,1	11,8	10,9	12,2	10,6	3,7	2,2
Finnland .....	7,1	16,9	12,3	6,4	8,6	13,8	9,9	9,7	3,1	2,9
Griechenland .....	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	20,6	5,9	4,2
Irland .....	8,2	20,0	20,6	7,9	16,0	18,2	23,3	18,9	6,2	2,3
Norwegen .....	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,5	5,8	5,4
Spanien .....	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	14,0	4,6	4,1
Gewogener Durchschnitt der Zehnergruppenländer und der Schweiz <sup>3</sup>	5,0	13,7	7,4	7,2	11,1	11,4	9,3	7,8	2,7	1,3

<sup>1</sup> Tatsächliche Veränderung, nicht saisonbereinigt. <sup>2</sup> April. <sup>3</sup> Zusammengewogen mit den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1977.

Reduzierung des Wachstums der Geldaggregate von enttäuschend schwachen Stabilitätsfortschritten begleitet. Außerdem trug zur Erhöhung des kanadischen Preisniveaus bei, daß ein erster Schritt zur Anhebung der inländischen kanadischen Erdölpreise an das Niveau der Weltmarktpreise unternommen wurde. In Frankreich leitete die neue Regierung Mitte des Jahres eine klare Wende in den wirtschaftlichen Prioritäten in Richtung auf eine stärkere Betonung der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit ein. Die Sorge um eine mögliche Beschleunigung der Inflation im Anschluß an die Neuordnung der Wechselkurse im Europäischen Währungssystem vom Oktober 1981 bewirkte jedoch die Einführung eines Programms zur Begrenzung der Preise und Einkommen, das anschließend für 1982 verlängert wurde. In den europäischen Ländern mit niedrigerer Inflation – Deutschland, Niederlande, Belgien und Schweiz – erhöhte sich der Preisanstieg 1981 ebenfalls leicht. Diese Länder wurden besonders hart von den inflationären Auswirkungen betroffen, die in den ersten sieben Monaten des Jahres 1981 von der starken Verschlechterung des Außenwerts ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar ausgingen.

In den letzten Monaten von 1981 und Anfang 1982 ließ der Inflationsdruck nahezu überall nach, wobei die Einflüsse eines starken Rückgangs der Erdölpreise, der Fortdauer der generell restriktiven Nachfragesteuerung und, gegen Ende 1981, einer teilweisen Umkehr des früheren Dollarkursanstiegs gegenüber anderen wichti-

gen Währungen zusammenwirkten. In nahezu jedem Land der Zehnergruppe und in der Schweiz war der Anstieg der Verbraucherpreise in den ersten drei Monaten von 1982 niedriger als in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Besonders Japan und die USA wiesen wiederum die deutlichste Inflationsabschwächung auf, wobei die Preise in Japan in den ersten drei Monaten dieses Jahres praktisch überhaupt keinen Anstieg mehr zeigten.

### **Rohstoffpreisschocks, Wechselkurse und Inlandspreise**

Die Entwicklungen auf den internationalen Rohstoffmärkten spielten eine Schlüsselrolle für das Gesamtbild der jüngsten Inflation. Die generelle Erhöhung der Inflationsraten zwischen 1978 und 1980 wurde in starkem Maße durch den steilen Anstieg der Rohstoffpreise in dieser Periode verursacht. Praktisch alle Rohstoffpreise erhöhten sich beträchtlich, obgleich die Verdreifachung der Erdölpreise die anderen Entwicklungen eher in den Hintergrund treten ließ. Von Juli 1978 bis November 1980 stiegen die Preise für Industrierohstoffe (ohne Öl) und Nahrungsmittel (gemessen am Economist-Index auf SZR-Basis) um 54%. Diese Entwicklung, die in einer Periode allgemein lebhafter Nachfrage stattfand, kehrte sich mit der darauffolgenden Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität um. Von November 1980 bis Dezember 1981 fielen die Preise für Rohstoffe (ohne Öl) um 17%, womit fast ein Drittel des vorangegangenen prozentualen Anstiegs wieder wettgemacht wurde.

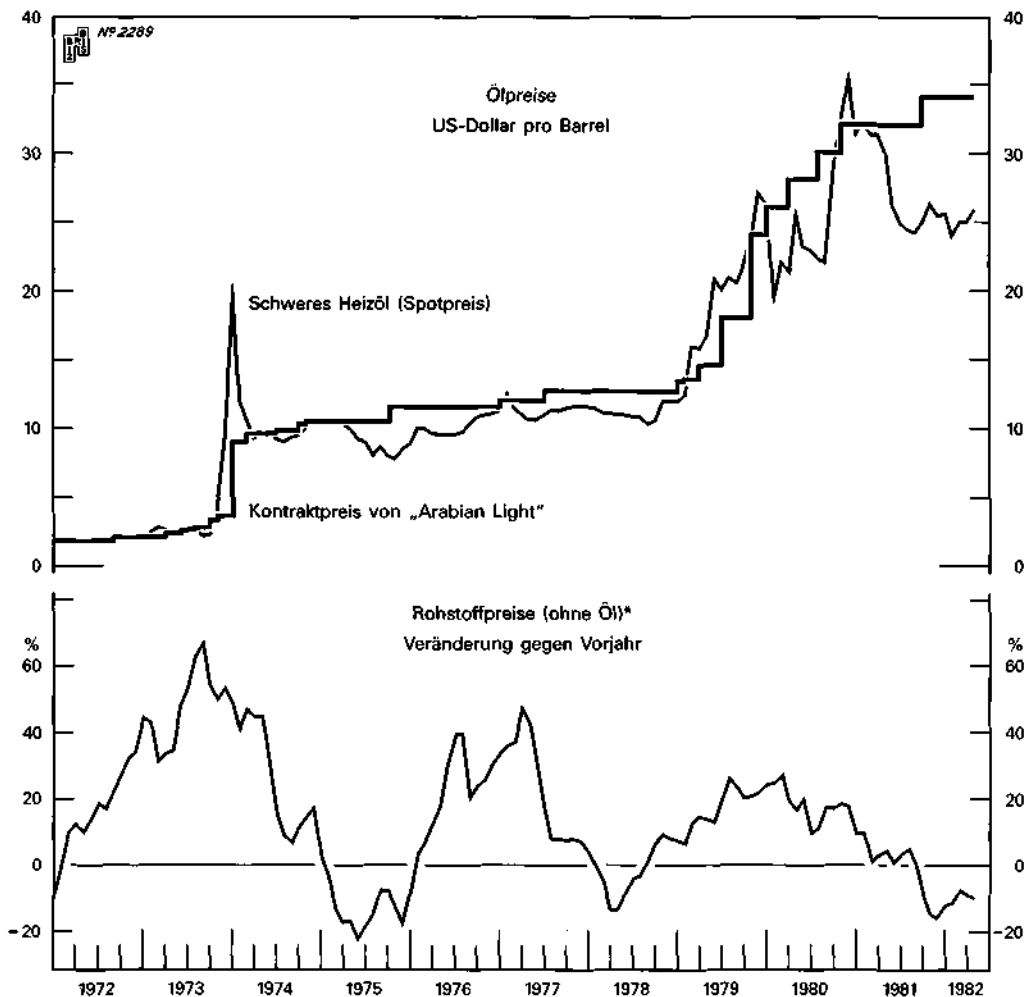
Die Schwankungen der Ölpreise waren sogar noch spektakulärer. Der Preis für schweres Heizöl an den freien Märkten, der von rund \$ 11 je Barrel 1978 auf über \$ 35 je Barrel 1980 hochschoss, fiel Anfang 1982 auf unter \$ 25 je Barrel zurück, ehe er sich Anfang Mai wieder bei \$ 32 je Barrel festigte. Gestützt auf geplante Kürzungen der Ölförderung wurde der offizielle Listenpreis für ein Barrel saudiarabischen Rohöls, traditionell die Basis des OPEC-Preissystems, Anfang 1982 bei \$ 34 gehalten. Angesichts der beträchtlich niedrigeren Preise von Ölförderländern, die wie Großbritannien nicht zur OPEC zählen, bleibt es jedoch ungeachtet der jüngsten Festigung der Spotpreise unsicher, ob solche Förderungseinschränkungen ausreichen werden, um zu verhindern, daß die offiziellen OPEC-Preise nach unten angepaßt werden.

Der Rückgang der Dollarpreise für Öl im Jahre 1981 wirkte sich nicht gleichmäßig in niedrigeren Preisen für eingeführtes Öl in nationaler Währung aus, weil der Dollar gegenüber den meisten Währungen Ende 1980 und in den ersten sieben Monaten von 1981 stark im Kurs stieg. In diesem Zeitraum fiel für eine Reihe von Ländern die Höherbewertung des Dollars stärker ins Gewicht als der Rückgang der Dollarpreise für Rohöl, so daß die Preise für Öl in nationaler Währung anstiegen.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet wurden seit 1972 der zeitliche Verlauf und das Ausmaß der Übertragung externer Preiseinflüsse auf die einzelnen Länder nicht nur durch größere Schwankungen der internationalen Rohstoffpreise stark beeinflusst, sondern auch durch die Wechselkursschwankungen. Der Verlauf



Weltmarktpreise: Öl und übrige Rohstoffe



\* Economist-Index auf SZR-Basis.

dieser äußeren Preiseinflüsse wird für acht wichtige Industrieländer in der Grafik auf S. 46 gezeigt. Für jedes Land zeigt die fett durchgezogene Kurve der Grafik die Veränderungsrate des gesamten inländischen Preisniveaus, gemessen am BSP/BIP-Deflator, während die dünn durchgezogene Kurve die Änderungsrate der inländischen Preise für Außenhandelsgüter angibt, gemessen am arithmetischen Mittel der Durchschnittswerte der Aus- und Einfuhr jedes Landes. Wenn die dünne Kurve oberhalb der fetten liegt und die Preise der Außenhandelsgüter schneller steigen als die Preise der im Inland gehandelten Güter, zeigt dies das Vorhandensein eines Inflationsimports an, wobei der genaue Einfluß einmal vom Anteil der Außenhandelsgüter an der gesamten Erzeugung abhängt und zum anderen – besonders in der betreffenden Periode – vom Grad der Einfuhrabhängigkeit vom Öl und anderen

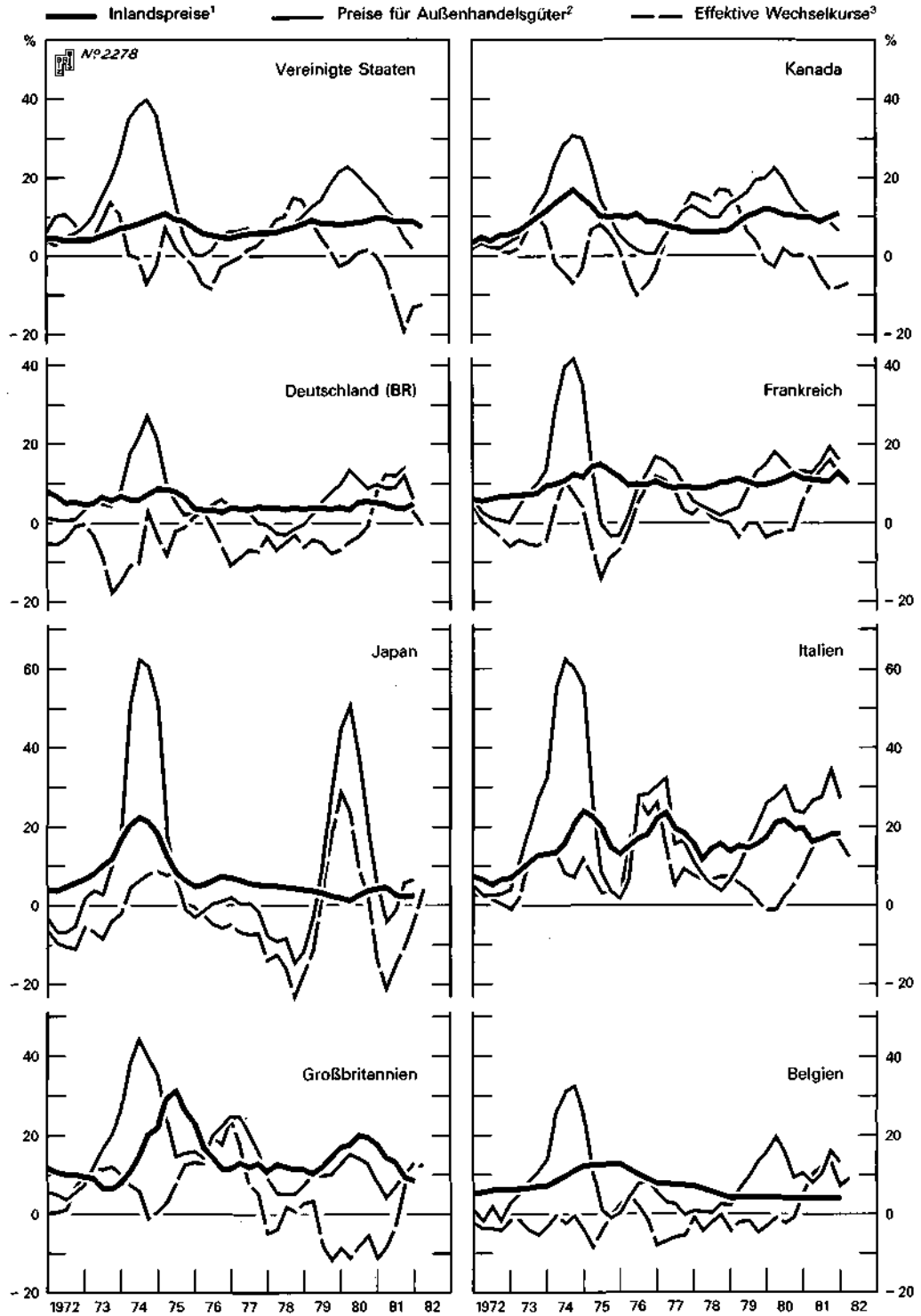
Rohstoffen. Falls umgekehrt die dünne Kurve unterhalb der fett durchgezogenen liegt, steigen die Preise der Außenhandelsgüter weniger schnell als die der im Inland gehandelten Güter, und der Außenhandelssektor übt auf die inländische Preisentwicklung einen Druck nach unten aus. Da die inländischen Preise der Außenhandelsgüter sowohl von den Preisen für diese Güter in ausländischer Währung abhängen als auch vom Wechselkurs, kann der vom Außenhandelssektor einer Wirtschaft ausgehende auf- oder abwärtsgerichtete Preisimpuls auf das inländische Preisniveau von jeder dieser Einflußgrößen herrühren oder von beiden zusammen. Einen Maßstab für den inländischen Preiseffekt von Wechselkursänderungen liefert die unterbrochene Kurve, die die Änderung des Inlandspreises ausländischer Währungseinheiten zeigt.

In den Jahren 1973/74 registrierten alle in der Grafik gezeigten Länder als Ergebnis des scharfen Preisanstiegs bei Öl und anderen Rohstoffen äußere Inflationsanstöße. Die Stärke dieser Preisimpulse schwankte jedoch beträchtlich von Land zu Land, worin teilweise unterschiedliche Grade der Abhängigkeit von importiertem Öl und anderen Rohstoffen, hauptsächlich aber die Schwankungen der Wechselkurse zum Ausdruck kommen. Die Inflationsimpulse wurden in Japan, Großbritannien, Frankreich und Italien durch die Wechselkursschwäche verstärkt, während in den USA, Deutschland, Belgien und Kanada solche Preisanstöße durch den Anstieg der Wechselkurse gemildert wurden.

Betrachtet man die Entwicklungen in den Jahren 1978/79, so zeigt sich, daß in allen Ländern außer Japan der sichtbare externe Inflationsimpuls geringer war als im Zeitraum 1973/74. Der Hauptgrund dafür war, daß der Preisanstieg für Öl und andere Rohstoffe weniger stark war als in der früheren Periode. Andererseits war die tatsächliche Wirkung auf die inländischen Inflationsraten wahrscheinlich von etwa der gleichen Größenordnung, da ungeachtet der Maßnahmen zur Energieeinsparung der Anteil des Öls an den Einfuhren und an der gesamten nominalen Nachfrage zwischen den beiden Perioden wertmäßig beträchtlich gestiegen war. Wie in der früheren Periode modifizierten die Wechselkursschwankungen wieder die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen des internationalen Preisanstiegs. Der scharfe Fall des Yen von 1979 erklärt, warum die äußeren Preisimpulse für Japan in jenem Jahr von der gleichen Größenordnung waren wie im Zeitraum 1973/74, während die darauffolgende deutliche Erholung des Yen im Jahre 1980 die Situation grundlegend umkehrte. Die erneute Abschwächung des Yen 1981 bewirkte jedoch wiederum einen Umschwung, so daß der Anstieg der Preise für Außenhandelsgüter wieder über dem der inländischen Verbraucherpreise lag.

Ein scharfer Gegensatz zu dem Geschehen in Japan und zu den eigenen Erfahrungen in der Periode 1973/74 zeigte sich in Großbritannien. Die Stärke des Pfundes in den Jahren 1979/80 hielt den Preisanstieg der Außenhandelsgüter unter der inländischen Inflationsrate. In den USA haben die Wechselkursschwankungen seit 1978 die von den internationalen Rohstoffpreisen ausgehenden Bewegungen eher verstärkt. Der Dollar war zur Zeit des zweiten Ölpreisschocks relativ schwach, während von Ende 1980 bis Mitte 1981 eine starke Höherbewertung einsetzte, als die internationalen Rohstoffpreise fielen. 1981 erhöhten sich die Dollarpreise für Außenhandelsgüter in den USA um nur 7%, womit sie geringfügig zur Abschwächung des gesamten Verbraucherpreisanstiegs beitrugen. Die relativ engen

Preise für Außenhandelsgüter, Inlandspreise und effektive Wechselkurse  
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



<sup>1</sup> Deflator des BSP/BIP. <sup>2</sup> Arithmetisches Mittel der Ausfuhr- und Einfuhrdurchschnittswerte in Landeswährung. <sup>3</sup> Index der effektiven Wechselkurse (inverse Kurve).

Wechselkursbewegungen zwischen dem kanadischen Dollar und dem US-Dollar verhalten Kanada bezüglich der internationalen Inflationsanstöße zu einem ähnlichen Bild.

Die Erfahrungen Deutschlands, Belgiens, Frankreichs und Italiens waren nach dem zweiten Ölchock weitgehend ähnlich. In jedem dieser Länder haben die Wechselkursschwankungen die äußeren Preisimpulse eher gedämpft, da ihre Währungen im Verlauf des Jahres 1980 relativ fest notierten, um dann jedoch im ersten Halbjahr 1981 gegenüber dem Dollar stark an Wert zu verlieren. Daraus ergab sich, daß jedes Land von den 1979 und Anfang 1980 anziehenden internationalen Rohstoffpreisen nur eine mäßige Verstärkung der Inflationsimpulse hinnehmen mußte, der sich dann jedoch, nachdem der Druck im späteren Verlauf des Jahres 1980 leicht nachließ, ein erneuter Preisanstieg als Folge der Wechselkursschwäche im Jahre 1981 anschloß. Diese scharfe Höherbewertung des Dollars im Jahre 1981 ergab für diese Länder einen Inflationsimpuls, der in seiner Größenordnung dem des zweiten Ölchocks entsprach, d. h. die prozentuale Erhöhung des Außenwerts des Dollars war mit dem vorhergehenden prozentualen Anstieg des Dollarpreises für Öl vergleichbar.

### Löhne, Produktivität und Arbeitslosigkeit

Das Nachlassen des Preisanstiegs in den Industrieländern war 1981 mehr ein Reflex der Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität und des sich daraus ergebenden Drucks auf die Güterpreise, insbesondere die Rohstoffpreise, und weniger das Ergebnis eines generell langsameren Wachstums der Nominallöhne. Tatsächlich lag 1981 in den Ländern der Zehnergruppe und in der Schweiz die durchschnittliche Zuwachsrate der Nominallöhne nicht nennenswert unter der Vorjahreshöhe. Nur in Großbritannien, Schweden und, in geringerem Ausmaß, in Deutschland schwächte sich 1981 der Anstieg der Löhne merklich ab.

Eine weitere Dämpfung des Preisanstiegs im Verlauf von 1982 und darüber hinaus wird einen anhaltenden Rückgang der Zunahme der Nominallöhne erforderlich machen. Obgleich es aus den Zahlen für das Gesamtjahr nicht hervorgeht, begann sich in den letzten Monaten von 1981 die Gesamtrate der Lohnzuwächse abzuschwächen, und die Tarifabschlüsse von Anfang 1982 scheinen in vielen Ländern die dämpfenden Einflüsse der hohen Arbeitslosigkeit und die Aussicht auf weitere Arbeitsplatzverluste widerzuspiegeln. Besonders erwähnenswert sind die Bereitschaft der Automobilarbeiter und verschiedener anderer wichtiger Gewerkschaften in den USA, für eine größere Sicherheit der Arbeitsplätze eine Kürzung der vertraglich ausgehandelten Lohnzuwächse hinzunehmen, sowie die Billigung einer Tariflohnsteigerung von 4,2%, leicht unterhalb der gegenwärtigen deutschen Inflationsrate, durch die deutsche Metallarbeitergewerkschaft.

Ein weiterer Faktor, der auf einen geringeren Preisanstieg im Jahre 1982 hoffen läßt, war die Entwicklung der Reallöhne im Jahre 1981. Im Gebiet der Zehnergruppe waren Reallohnanstiege von über 2% im vergangenen Jahr nur in Italien, Frankreich und Belgien zu registrieren, während in zahlreichen anderen europäischen Ländern die Reallöhne sanken. Die deutlichsten Rückgänge waren in den

Entwicklung der Nominallöhne<sup>1</sup>

	Veränderung gegen Vorjahr								Veränderung gegenüber den vorhergehenden sechs Monaten <sup>2</sup>	
	1972 Dez.	1974 Dez.	1976 Dez.	1978 Dez.	1979 Dez.	1980 Dez.	1981 Dez.	1982 Feb.	1981 Feb.	1982 Feb.
	Prozent									
USA .....	7,0	8,6	7,7	9,2	8,0	8,6	7,5	6,0 <sup>3</sup>	4,1 <sup>3</sup>	1,9 <sup>3</sup>
Japan .....	16,9	25,6	11,2	5,0	6,1	6,0	6,2	5,8	2,4	2,3
Deutschland (BR)	8,3	13,6	6,6	5,6	4,8	7,6	5,1	4,4	2,8	1,9
Niederlande ..	12,0	17,1	8,4	5,0	4,3	4,1	4,4	6,8 <sup>4</sup>	1,0 <sup>4</sup>	3,3 <sup>4</sup>
Belgien .....	15,0	25,5	9,5	6,6	8,4	10,2	10,3	.	6,8 <sup>5</sup>	6,4 <sup>5</sup>
Schweiz .....	8,5	13,2	1,1	3,7	2,6	6,4	5,9	.	1,7 <sup>6</sup>	2,1 <sup>5</sup>
Großbritannien	14,4	29,5	11,8	18,1	17,7	15,0	8,3	7,8 <sup>4</sup>	5,7 <sup>4</sup>	4,0 <sup>4</sup>
Italien .....	12,1	24,0	28,9	16,1	22,6	21,6	22,9	20,5	11,0	7,8
Schweden .....	11,3	13,7	11,0	6,1	8,4	11,9	6,8	7,8	7,3	4,6
Frankreich .....	12,2	20,4	15,1	12,6	13,8	15,4	16,4	.	6,6 <sup>5</sup>	8,3 <sup>5</sup>
Kanada .....	8,2	16,6	12,7	6,7	9,4	11,6	12,9	13,4 <sup>6</sup>	6,2 <sup>6</sup>	8,4 <sup>6</sup>
Gewogener Durchschnitt der Zehnergruppenländer und der Schweiz <sup>7</sup>	9,5	14,8	10,0	8,9	9,1	10,0	9,2	.	4,4 <sup>5</sup>	4,0 <sup>5</sup>

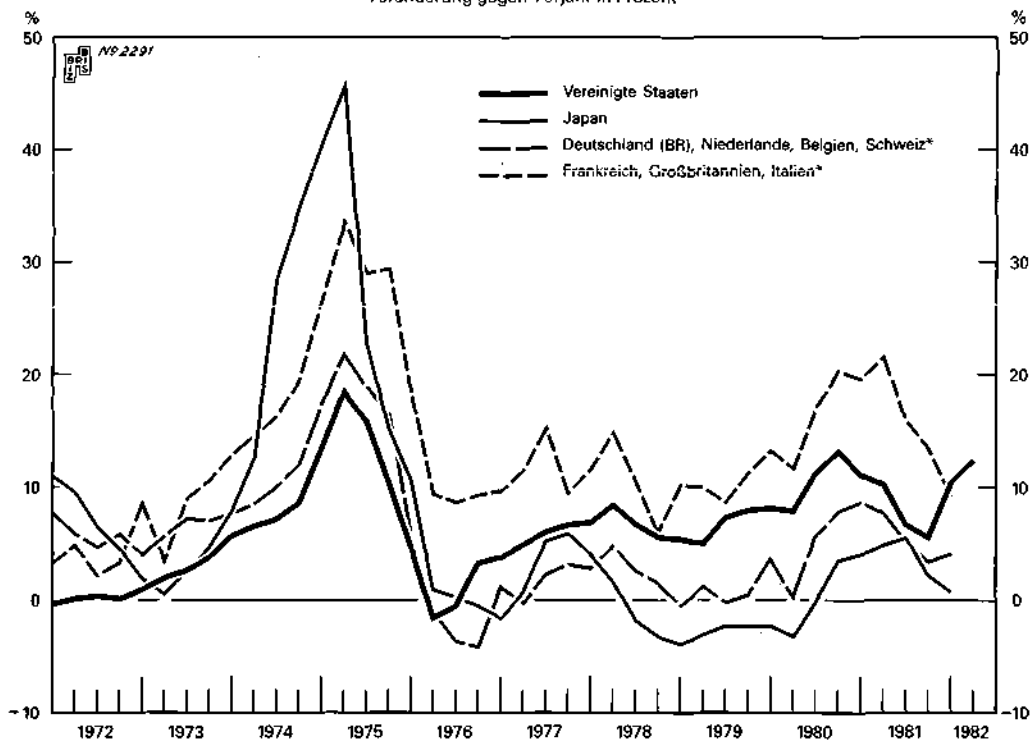
<sup>1</sup> Tariflöhne für Deutschland, die Niederlande, Großbritannien, Italien und Frankreich; Effektivverdienste für alle übrigen Länder.  
<sup>2</sup> Tatsächlicher Anstieg, nicht saisonbereinigt. <sup>3</sup> April. <sup>4</sup> März. <sup>5</sup> Dezember des Vorjahres. <sup>6</sup> Januar. <sup>7</sup> Zusammengevoogen mit den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1977.

Niederlanden, in Schweden und Großbritannien zu verzeichnen. In den Niederlanden wurde der Anstieg der Nominallöhne im vergangenen Jahr auf knapp über 4% gehalten, bei einer Inflationsrate von über 7%, während in Schweden die starke Abschwächung des Verbraucherpreisanstiegs durch eine ähnlich starke Abschwächung bei den Nominallöhnen voll ausgeglichen wurde, was für das zweite aufeinanderfolgende Jahr zu einem Rückgang der Reallöhne um 2% führte. Auch in Deutschland, der Schweiz und den USA traten im vergangenen Jahr reale Lohneinbußen auf.

Vergleicht man die Perioden, die auf den ersten und zweiten Ölschock folgten, so spiegelt sich die entschlossenere antiinflationäre Haltung der Wirtschaftspolitik der Industrieländer im zweiten Fall deutlich in der Entwicklung der Nominal- wie der Reallöhne in Relation zum Produktivitätswachstum wider. Als Ergebnis der Ölpreisteigerungen von 1973 erhöhte sich der gewogene Durchschnitt der Nominallohnzuwächse in den Ländern der Zehnergruppe von weniger als 10 auf etwa 15%, während die Zuwachsraten seit 1978 10% nicht überstiegen haben. Dieses relativ günstigere Bild der Lohnbewegungen zeigt sich auch bei der Entwicklung der Lohnstückkosten, wenn man die Nominallohnsteigerungen um die Produktivitätsänderungen bereinigt. Wie die nachstehende Grafik zeigt, gingen die Lohnstückkosten im Gefolge der ersten Ölkrise steil in die Höhe und erreichten Spitzenzuwachsraten zwischen 20 und 50%. Die Erhöhung der Lohnstückkosten nach der Ölpreishausse von 1979 war viel geringer, und 1981 waren die Lohnstückkosten allgemein rückläufig. Eine bemerkenswerte Ausnahme in diesem jüngsten Bild waren die USA, wo die Lohnstückkosten im letzten Quartal 1981 stiegen, da die Produktion stärker sank als die Beschäftigung.

### Lohnstückkosten

Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



\* Gewogenes Mittel, wobei die Gewichte den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1977 entsprechen.

Fast dasselbe Bild kommt bei einem Vergleich der Entwicklung der Reallöhne und der Produktivität zum Vorschein. Was die Reallöhne betrifft, so ist, wie die nachfolgende Tabelle zeigt, deren unterschiedliche Entwicklung in den Jahren 1974–76 und 1979–81 recht ausgeprägt. In der zweiten Periode waren Erhöhungen weniger verbreitet als 1974–76, wobei einige Länder im Durchschnitt der Jahre 1979–81 sogar Rückgänge aufwiesen. In den Ländern, in denen die Reallöhne in den Jahren 1979–81 durchschnittlich stiegen, waren außerdem die Erhöhungen in allen Fällen niedriger, teilweise sogar erheblich niedriger als im Zeitraum 1974–76. In den USA zeigte sich in beiden Perioden ein Rückgang in ähnlicher Größenordnung.

Alle Länder wiesen in den drei Jahren nach jedem Ölpreisschock im Durchschnitt einen Produktivitätszuwachs auf, obgleich dessen Größenordnung je nach Periode und Land unterschiedlich war. Ein Vergleich der Veränderung der Reallöhne und der Produktivität in der letzten Spalte der Tabelle deutet auf ein besseres Ergebnis im Anschluß an die zweite Ölkrise hin, da in jedem Land, mit Ausnahme von Großbritannien, die Reallöhne entweder sanken oder weniger stiegen als die Produktivitätsgewinne. Da der Rückgang der realen Volkseinkommen durch die Verschlechterung der Terms of trade nach beiden Ölpreisschocks weitgehend gleich stark war, läßt dieser Tatbestand auf eine günstigere Entwicklung der Gewinnquote in der Periode 1979–81 schließen.

Löhne und Produktivität in der verarbeitenden Industrie 1974–76 und 1979–81

	Nominallöhne <sup>1</sup> 1974–76 1979–81	Reallöhne <sup>2</sup> 1974–76 1979–81	Produktivität <sup>3</sup> 1974–76 1979–81	Reallöhne minus Produktivität 1974–76 1979–81
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent			
USA .....	7,3	-0,7	1,6	-2,3
	8,4	-0,7	1,2	-1,9
Kanada .....	14,3	4,2	2,8	1,4
	10,3	0,0	0,2	-0,2
Japan .....	18,2	3,6	2,6	1,0
	6,0	1,2	8,3	-7,1
Deutschland (BR) ...	9,4	3,3	4,4	-1,1
	5,8	0,7	2,4	-1,7
Frankreich .....	17,0	5,0	4,4	0,6
	14,6	2,3	3,2	-0,9
Großbritannien .....	23,0	3,5	1,3	2,2
	15,5	2,4	1,7	0,7
Italien .....	23,3	3,7	2,7	1,0
	21,7	3,1	5,1	-2,0
Niederlande .....	13,1	2,9	5,1	-2,2
	4,0	-2,2	3,0	-5,2
Schweden .....	14,6	3,8	1,4	2,4
	9,0	-2,1	4,7	-6,8
Belgien .....	17,4	5,7	6,2	-0,5
	9,0	2,8	4,4	-1,6
Schweiz .....	7,6	1,2	2,0	-0,8
	4,8	-0,4	2,7	-3,1

<sup>1</sup> Tariflöhne für Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und die Niederlande; Effektivverdienste für alle übrigen Länder.  
<sup>2</sup> Nominale Tariflöhne bzw. Effektivverdienste, deflationiert mit dem Preisindex des privaten Verbrauchs. <sup>3</sup> Arbeitszeitbereinigt.

Oggleich die Lohnentwicklung nach dem zweiten Ölschock verhaltener verlief, war die Erfahrung mit der Arbeitslosigkeit durchwegs schlechter als nach der ersten Ölkrise. Die Arbeitslosigkeit nahm in beiden Perioden zu, begann jedoch nach der Ölpreiserhöhung von 1979 von einem höheren Niveau aus und verharrte auch bislang auf einem höheren Stand. 1981 war der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa besonders ausgeprägt, vor allem in Großbritannien und den Niederlanden, wo die jahresdurchschnittlichen Arbeitslosenquoten um mehr als 50% höher waren als 1980. Bedeutsame Erhöhungen traten auch in Belgien, Frankreich, Deutschland und Italien auf. Die einzige Ausnahme von diesem Trend war in Europa die Schweiz, wo die Arbeitslosigkeit auf einem sehr niedrigen Niveau blieb. In den übrigen Ländern der Zehnergruppe verschlechterte sich die Arbeitsmarktlage im vergangenen Jahr alles in allem genommen ebenfalls, jedoch geringfügiger als in Europa. Besonders in Japan blieb die Arbeitslosigkeit auf einem niedrigen Stand, während in Kanada und den USA das durchschnittliche Niveau der Arbeitslosigkeit im vergangenen Jahr nur geringfügig höher war als 1980. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Jahre 1981 spiegelt sich in den höheren Erwerbslosenquoten wider, die in allen Ländern am Jahresende im Vergleich zu den Jahresdurchschnitten von 1980 und 1981 verzeichnet wurden. Der aufwärtsgerichtete Trend der Arbeitslosigkeit hielt in den ersten Monaten von 1982 an.

Arbeitslosigkeit

	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1981	1982
	Jahresdurchschnitte in Prozent der Erwerbsbevölkerung							Dez.	März
USA .....	5,6	5,6	7,7	6,1	5,8	7,2	7,6	8,8	9,0
Kanada .....	6,3	5,4	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	8,5	9,0
Japan .....	1,4	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,2	2,3
Deutschland (BR) .....	1,1	2,7	4,6	4,3	3,8	3,8	5,5	6,7	7,1
Frankreich .....	1,8	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	11,8
Großbritannien .....	3,7	2,6	5,3	5,7	5,4	6,8	10,5	11,5	9,0
Italien .....	6,4	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1 <sup>1</sup>	9,3 <sup>1,2</sup>
Niederlande .....	2,8	3,3	5,5	5,0	5,1	5,8	8,9	10,5	11,0
Schweden .....	2,7	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,2	3,0
Belgien .....	2,2	2,7	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	10,2 <sup>1</sup>	10,9 <sup>1</sup>
Schweiz .....	0,0	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Zehnergruppenländer und Schweiz insgesamt .....	3,5	3,5	5,2	5,1	5,0	5,7	6,6	7,3	7,5

<sup>1</sup> Nicht saisonbereinigt.    <sup>2</sup> Erste Januarwoche.

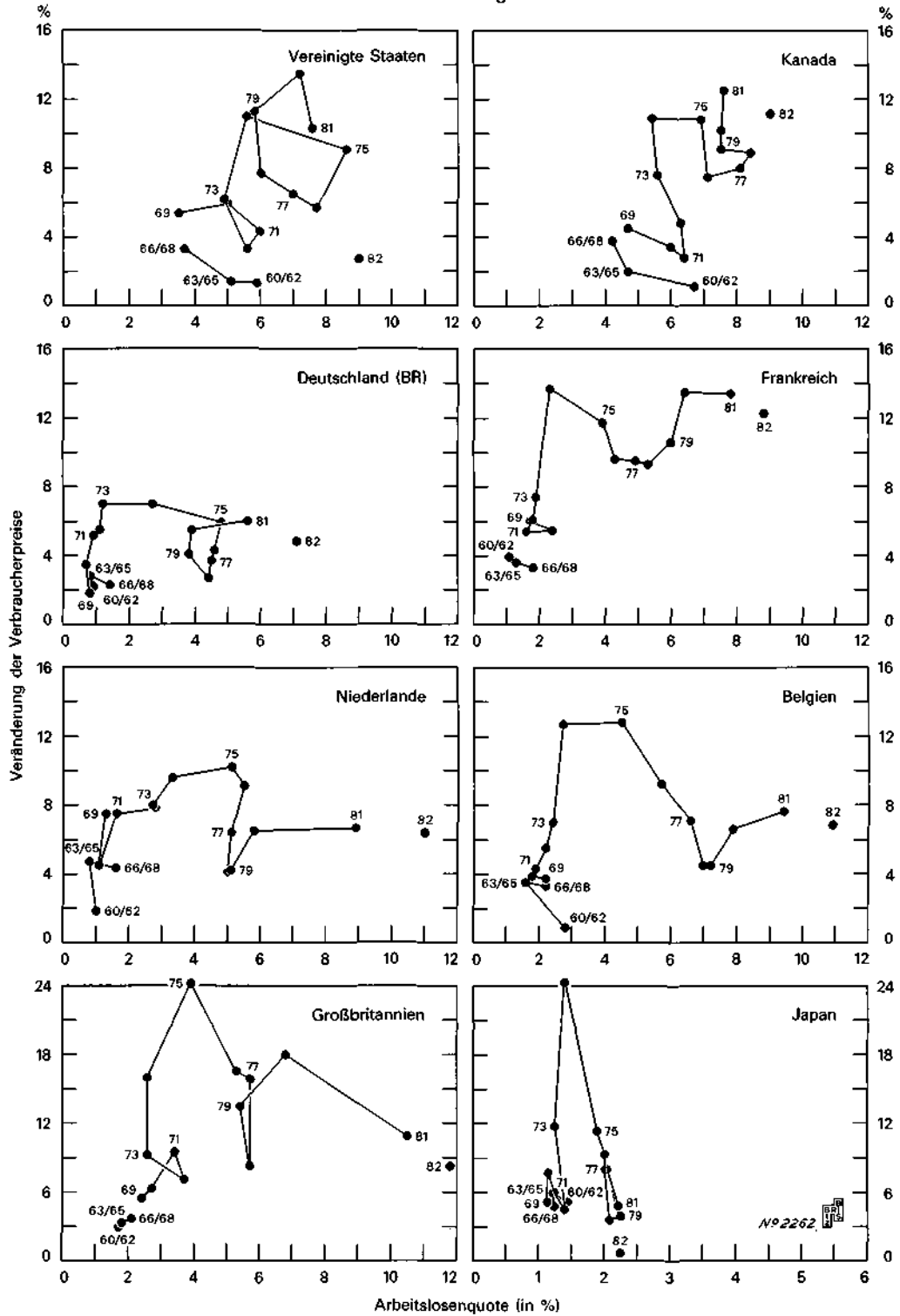
**Wirkungszusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit**

In den vergangenen zehn Jahren stiegen in fast allen Industriestaaten sowohl die Inflation als auch die Arbeitslosigkeit. So könnte es scheinen, daß der „trade-off“ zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, der bis zum Ende der sechziger Jahre beobachtet werden konnte, sich abgeschwächt oder sogar zu bestehen aufgehört hat. Als Folge dieser Entwicklung gab es umfangreiche Diskussionen über die Fortdauer dieser Situation und die Möglichkeit, eine neue Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit herauszufinden. Es besteht nun weitgehende Übereinstimmung, daß unter den gegenwärtigen Bedingungen die Versuche eines Abbaus der Arbeitslosigkeit durch Maßnahmen der Nachfrageankurbelung nur vorübergehende Erfolge zeitigen würden und daß längerfristig eine solche Politik sowohl die Inflation als auch die Arbeitslosigkeit steigen ließe. In der Tat gründen sich die gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Konzepte auf die Überzeugung, daß energische Maßnahmen zur Abschwächung der Inflation, wenn sie auch anfangs zu einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit führen, doch notwendig sind, um auf längere Sicht ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum und damit ein höheres Beschäftigungsniveau zu sichern. Mit anderen Worten: Obgleich ein negativer Wirkungszusammenhang während der anfänglichen Übergangsperiode anerkannt wird, wird längerfristig eine niedrigere Inflation doch als Vorbedingung für eine niedrigere Arbeitslosigkeit betrachtet.

1972 betrug der gewogene Durchschnitt des Verbraucherpreisanstiegs in den Zehnergruppenländern und der Schweiz 4,5%, bei einer Arbeitslosenzahl von 9,4 Mio. oder 3,5% der Erwerbsbevölkerung. Seitdem wurde die Relation Inflation/Arbeitslosigkeit erheblich durch „Shocks“ auf der Angebotsseite beeinflusst, deren Wirkungen über drei Unterperioden hinweg verfolgt werden können, in denen die



Inflation und Arbeitslosigkeit 1960–82\*



\* Durchschnitte für die angegebenen Zeiträume, außer für 1982; für dieses Jahr gibt die März-Zahl die Arbeitslosigkeit an, und die Inflation ist die auf Jahresrate hochgerechnete Veränderung in den sechs Monaten vor März.

Raten der Inflation und der Arbeitslosigkeit parallel verliefen: zuerst steigend, dann fallend und schließlich wieder steigend. Wie die einzelnen Länder in diesen Perioden abschnitten, wird in der vorstehenden Grafik veranschaulicht.

Von 1972 bis 1975 führten die Ölpreissteigerungen, die an die Spitze der bestehenden Inflationsimpulse traten, zu einer Weltrezession und einer drastischen Verschlechterung in der Relation Inflation/Arbeitslosigkeit. Die Inflation erhöhte sich in dieser Periode in allen Ländern mit Ausnahme der Schweiz, wobei 1974 die durchschnittliche Teuerungsrate 13% erreichte, bevor sie ein Jahr später auf 10,5% zurückging. Auch die Arbeitslosigkeit stieg, außer in Italien und Schweden, beträchtlich und lag 1975 bei 14 Mio. Erwerbslosen oder 5,3% der Erwerbsbevölkerung.

In den darauffolgenden drei Jahren verbesserten sich mit der allmählichen Anpassung an die gestiegenen Ölpreise und dem Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse der erdölexportierenden Staaten im Durchschnitt die Gesamtinflation und die Arbeitslosigkeit. In der Zehnergruppe insgesamt sank die Inflationsrate auf durchschnittlich 6,7% im Jahre 1978, während die Arbeitslosigkeit, wenngleich sie in absoluten Zahlen auf dem Niveau von 1975 verharrte, auf 5,1% der Erwerbsbevölkerung zurückging. Die Verbesserung der gesamten Arbeitslosenquote war jedoch zur Gänze dem starken Rückgang in den USA und einer geringfügigeren Abnahme in Deutschland zuzuschreiben. Andere Länder – außer den Niederlanden, wo die Arbeitslosigkeit unverändert blieb, und Schweden, wo die Inflation leicht stieg – tauschten Abschwächungen bei der Inflation gegen höhere Arbeitslosigkeit ein.

Schließlich führte nach 1978 die zweite Ölkrise zu einer weiteren allgemeinen Verschlechterung der Wechselbeziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit. In allen Ländern war die Inflation 1981 höher als drei Jahre zuvor; die gewogene Durchschnittsrate der Länder der Zehnergruppe lag bei 10%, verglichen mit 12% 1980. Daneben stieg 1981 die Arbeitslosigkeit auf durchschnittlich 18,8 Mio. Erwerbslose (6,6% der Erwerbsbevölkerung) und bis zum Jahresende sogar weiter auf 21 Mio. Im Jahresverlauf von 1981 und Anfang 1982 führte zwar der kumulative Effekt von Rezession und beharrlicher Antiinflationspolitik wiederum zu höherer Arbeitslosigkeit, jetzt aber im Verein mit einem Rückgang der Inflationsraten.

Faßt man die Jahre 1972 bis 1981 zusammen, so ergibt sich eine ausgeprägte Verschlechterung der Relation Inflation/Arbeitslosigkeit in allen Ländern außer der Schweiz. In den Niederlanden war die Inflation 1981 zwar niedriger als 1972, aber auf Kosten einer wesentlich höheren Arbeitslosigkeit, wohingegen in Schweden, wo die Inflation sich verdoppelte, während die Arbeitslosigkeit durchweg niedrig gehalten wurde, das Gegenteil zutraf. In allen anderen Ländern der Zehnergruppe verschlimmerten sich während dieser Periode mehr oder minder sowohl die Inflation als auch die Arbeitslosigkeit.

Die Erklärung für diese langfristige Verschlechterung der ökonomischen Erfolgsbilanz liegt in der Kombination von drei Faktoren. Erstens bewirkten externe Störungen in Gestalt von „exogenen“ Steigerungen der Erdöl- und übrigen Rohstoffpreise, daß durch ungünstige Veränderungen der Terms of trade mehr oder weniger gleichartige Erhöhungen der Inflation und der Arbeitslosigkeit verursacht

wurden. Zweitens führte ein stark steigendes Wachstum der Erwerbsbevölkerung, das hauptsächlich auf den besonderen demographischen Trend zurückzuführen ist, zusammen mit einem Rückgang der Zuwachsrates der Beschäftigung seit 1973 zu einem praktisch dauernden Überangebot an Arbeitskräften. Diese Entwicklungen hätten jedoch für sich genommen solche großen Anstiege der Arbeitslosigkeit nicht bewirkt, wenn die Arbeitsmärkte flexibler reagiert hätten. Daraus folgt, daß ein dritter Grund für die ungünstigere Relation Inflation/Arbeitslosigkeit in der Existenz von Starrheiten im Lohn- und Preisbildungsprozeß und in der Wirkungsweise der Arbeitsmärkte gesehen werden muß. Diese Faktoren haben sowohl zu der Hartnäckigkeit der Inflation in einer Periode wachsender Arbeitslosigkeit als auch zum Anstieg der Arbeitslosigkeit selbst beigetragen, indem sie Anpassungen an die realen gesamtwirtschaftlichen Einkommensverluste, die durch die außenwirtschaftlichen Störungen verursacht wurden, verhinderten. Diese verschiedenen Aspekte der Entwicklungen auf den Arbeitsmärkten in den Ländern der Zehnergruppe werden in den folgenden zwei Abschnitten erörtert, während am Ende dieses Kapitels Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik gezogen werden.

### **Beschäftigung und Wachstum der Erwerbsbevölkerung**

Das stetige und beträchtliche Wachstum der Erwerbsbevölkerung in den jüngsten Jahren ergab sich aus dem Zusammenwirken des demographischen Trends einerseits, der zu einem Anstieg der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter führte, und höheren Erwerbsquoten andererseits. Die Größe des Bevölkerungsanteils im erwerbsfähigen Alter wurde durch das zufällige Zusammentreffen zweier voneinander unabhängiger Faktoren kräftig erhöht. Während das Ausscheiden aus der Erwerbsbevölkerung durch Arbeitskräfte, die das Rentenalter erreichten, ungewöhnlich niedrig war, ist der Neuzugang in der jüngsten Altersgruppe aufgrund der hohen Geburtenrate in den frühen sechziger Jahren beträchtlich gewesen.

Der langfristige Anstieg der Erwerbsquoten (definiert als Anzahl der Erwerbspersonen im Verhältnis zur gesamten Bevölkerung für jede Altersgruppe) ist zu einem großen Teil das Ergebnis des wachsenden Anteils berufstätiger Frauen. Letzteres mag auf die gestiegene gesellschaftliche Anerkennung der Berufstätigkeit der Frau zurückzuführen sein, auf gleichere Bezahlung und bessere Beschäftigungsmöglichkeiten wegen der relativen Ausweitung des Dienstleistungssektors. Demgegenüber sind die Erwerbsquoten für Arbeitnehmer der höchsten und jüngsten Altersgruppe stark gefallen. Vorzeitige Pensionspläne, hohe Sozialleistungen in Verbindung mit geringen finanziellen Verpflichtungen und zusätzlich die geringe Wahrscheinlichkeit, einen neuen Arbeitsplatz zu finden, sind die Schlüsselfaktoren für den Rückgang der Erwerbsquoten in der Altersgruppe nahe dem Rentenalter. Obgleich diese niedrigeren Quoten die höhere Bevölkerungszahl in erwerbsfähigem Alter in dieser Gruppe zum Teil wettmachen, ist der Gesamteffekt in dieser Altersstufe gleichwohl ein höheres Arbeitskräfteangebot. Niedrigere Erwerbsquoten für Jugendliche sind zum Teil ein Reflex des langfristigen Trends in Richtung auf bessere Ausbildung, sie wurden wahrscheinlich aber auch durch die seit 1978 kräftig gestiegene Jugendarbeitslosigkeit beeinflusst. Diese wiederum dürfte auf die hohen Kosten der Beschäftigung Jugendlicher zurückzuführen sein. Daraus ergibt sich,

Erwerbsbevölkerung und Beschäftigung

		1957-73	1974-77	1978-81	1978	1979	1980	1981
		Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent						
USA	Erwerbsbevölkerung ..	1,8	2,4	2,3	3,1	2,5	1,8	1,6
	Beschäftigung .....	1,7	1,8	2,1	4,2	2,7	0,3	1,1
Kanada	Erwerbsbevölkerung ..	2,8	3,1	3,1	3,7	3,0	2,8	2,7
	Beschäftigung .....	2,7	2,4	3,2	3,4	4,0	2,8	2,6
Japan	Erwerbsbevölkerung ..	1,3	0,6	1,1	1,5	1,2	1,0	1,0
	Beschäftigung .....	1,3	0,4	1,1	1,2	1,3	1,0	0,8
Deutschland (BR)	Erwerbsbevölkerung ..	0,1	-0,9	0,8	0,6	0,9	0,9	0,6
	Beschäftigung .....	0,2	-1,7	0,6	0,8	1,4	0,9	-0,9
Frankreich	Erwerbsbevölkerung ..	0,7	0,8	0,6	0,9	0,7	0,6	0,3
	Beschäftigung .....	0,6	0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,2	-1,2
Großbritannien	Erwerbsbevölkerung ..	0,3	0,8	-0,2	0,5	0,1	-0,4	-1,1
	Beschäftigung .....	0,2	-0,1	-1,5	0,5	0,6	-1,7	-5,4
Italien	Erwerbsbevölkerung ..	-0,3	1,4	1,3	0,6	1,7	1,3	1,4
	Beschäftigung .....	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,2	1,4	0,5
Niederlande	Erwerbsbevölkerung ..	1,0	0,4	0,9	0,4	0,9	1,2	1,0
	Beschäftigung .....	0,9	-0,1	-0,1	0,5	0,9	0,4	-1,9
Schweden	Erwerbsbevölkerung ..	0,8	1,2	0,9	0,8	1,4	1,2	0,3
	Beschäftigung .....	0,8	1,4	0,8	0,4	1,6	1,2	-0,2
Belgien	Erwerbsbevölkerung ..	0,4	0,9	0,6	0,6	1,4	0,4	0,3
	Beschäftigung .....	0,4	-0,2	-0,2	0,0	1,2	-0,4	-1,6
Schweiz	Erwerbsbevölkerung ..	1,7	-2,2	1,4	0,5	0,7	1,6	2,6
	Beschäftigung .....	1,7	-2,3	1,5	0,6	0,8	1,7	2,7
Zehnergruppen- länder und Schweiz insgesamt	Erwerbsbevölkerung ..	1,2	1,3	1,5	2,0	1,7	1,3	1,1
	Beschäftigung .....	1,2	0,8	1,2	2,3	1,8	0,5	0,2

daß die Nachfrage nach Arbeitskräften aus dieser Altersgruppe erhöht werden könnte, wenn die Kosten für die Beschäftigung Jugendlicher gesenkt werden, sei es durch Anpassungen bei den Zuschüssen an Arbeitgeber oder bei den Löhnen, unter Einschluß von Änderungen bei den Mindestlohnvereinbarungen.

Vor 1973 wuchs die Beschäftigung im Einklang mit dem Anstieg der Erwerbsbevölkerung, und zwar sowohl insgesamt als auch in den einzelnen Ländern. Der starke Rückgang der Wachstumsrate der Beschäftigung im Anschluß an die zwei Ölschocks war jedoch weitverbreitet und hat seit 1973 in den Ländern der Zehnergruppe zu einem praktisch fortwährenden Zustand des Überangebots auf den Arbeitsmärkten beigetragen. Unter den Ländern werden gegenläufige Entwicklungen sichtbar, wobei die USA und Kanada in den Jahren 1973-77 die kräftigsten Zuwachsraten verzeichneten, während in dieser Periode in Deutschland und der Schweiz sowohl die Beschäftigung als auch die Erwerbsbevölkerung abnahmen. Nur in Schweden wuchs die Beschäftigung schneller als die Erwerbsbevölkerung, da die Behörden eine Anzahl von arbeitsplatzschaffenden Maßnahmen ergriffen.

Seit 1977 unterscheiden sich die Entwicklungen bei der Erwerbsbevölkerung und der Beschäftigung beträchtlich von der vorhergehenden Periode. Nach sehr hohen Zuwachsraten der Beschäftigung in den Jahren 1978/79 - hauptsächlich aufgrund des beträchtlichen Anstiegs der Arbeitskräftenachfrage in den USA und

Kanada – flachte sich der Anstieg stark ab, bis 1981 praktisch überhaupt keine Zunahme mehr zu verzeichnen war. Durch die stetige Zunahme der Arbeitslosigkeit verlangsamte sich darüber hinaus während der letzten zwei Jahre das Wachstum der Erwerbsbevölkerung beträchtlich, da sich viele Arbeitsfähige – besonders unter der Gruppe der Frauen und der höchsten Altersgruppe – vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben. Die beträchtlich niedrigeren Zuwachsraten der Erwerbsbevölkerung in einigen Ländern – in Großbritannien sogar ein absoluter Rückgang – bestätigen in den Jahren 1980/81 die Dynamik dieser Entwicklungen. Bei solchen Zuwächsen an „versteckter“ Arbeitslosigkeit tritt der Effekt auf, daß das wirkliche Niveau der Arbeitslosigkeit unterschätzt wird.

Innerhalb dieses allgemeinen Bildes verlief jedoch die Entwicklung in den europäischen Ländern der Zehnergruppe anders als in den USA, Kanada und Japan. Insbesondere in Kanada und Japan besteht eine große Übereinstimmung zwischen dem Wachstum der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung, während in den USA das Wachstum der Erwerbsbevölkerung das der Beschäftigung erst nach 1979 hinter sich ließ. Demgegenüber hat sich in Europa das Ungleichgewicht seit 1979 kumuliert und erreichte im Verlauf von 1981 ein beachtliches Ausmaß. Die Beschäftigung ging im vergangenen Jahr in allen europäischen Ländern außer in Italien und der Schweiz sogar zurück, obgleich dies für Deutschland das erste Jahr in jüngerer Zeit war, in dem das Wachstum der Erwerbsbevölkerung über dem Anstieg der Beschäftigung lag. Die Schweiz war das einzige Land, in dem im vergangenen Jahr ein annäherndes Gleichgewicht zwischen den beiden Seiten des Arbeitsmarktes aufrechterhalten wurde, wobei sowohl die Erwerbsbevölkerung als auch die Beschäftigung stark stiegen, während in Belgien, Frankreich und Großbritannien das durchschnittliche Beschäftigungsniveau 1981 sogar unter dem von 1977 lag. Besonders in Großbritannien war die Beschäftigung 1981 um 6% niedriger als vier Jahre zuvor und lag um nahezu 7% unter dem Stand von 1979.

### **Starrheiten auf dem Arbeitsmarkt**

Die anderen Hauptfaktoren für den gleichzeitigen Anstieg der Inflation und der Arbeitslosigkeit seit den frühen siebziger Jahren waren Starrheiten im Lohn- und Preisbildungsprozeß und im Funktionieren des Arbeitsmarktes. Die gewichtigste dieser Starrheiten rührt von der Schwierigkeit her, eine adäquate Anpassung der Nominal- und Realeinkommen in der Folgezeit nach dem Ölchock von 1973 und, in einem geringeren Ausmaß, von 1979/80 sicherzustellen. Maßnahmen, die unter diesen Umständen den Lebensstandard sichern oder sogar in einigen Fällen verbessern sollten, führten unausweichlich zu einer Verminderung der Gesamtzahl der Beschäftigten. In einigen Ländern haben diese Starrheiten bei Löhnen und Gehältern die Form offizieller Indexierungsvereinbarungen angenommen, während sich in anderen Staaten eine faktische Indexierung aus der Fähigkeit der Gewerkschaften ergab, Lohn- und Gehaltssteigerungen durchzusetzen, die eine Anpassung an die externen Preisschocks verhinderten. Diese Tendenzen sind durch tief eingenistete Inflationserwartungen sowie bis in die jüngste Zeit durch die Annahme verstärkt worden, daß die Behörden die Lohn- und Gehaltszuwächse im allgemeinen durch eine expansive Finanz- und Geldpolitik akkommodieren würden.

Ein zusätzliches Element, das den Anstieg der Arbeitskosten beeinflusste und die Ertragslage der Unternehmen nachteilig berührte, war die Entwicklung der Lohnnebenkosten. In einigen europäischen Ländern machen diese Kosten nunmehr rund 50% der gesamten Arbeitskosten aus, und in praktisch allen Ländern haben in den letzten Jahren die Lohnnebenkosten in Relation zu dem Entgelt für die geleistete Arbeitszeit zugenommen. Dieser Trend gibt zum Teil die vertraglichen, zusätzlichen Sozialleistungen des Arbeitgebers wieder (Nordamerika), ist aber auch das Ergebnis höherer Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung, welche wiederum in Zusammenhang stehen mit dem scharfen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Abgesehen davon, daß der Anstieg der Lohnnebenkosten zur Inflation beiträgt und die Gewinnquote reduziert, scheint er auch die Struktur von Beschäftigung und Arbeitslosigkeit zu beeinflussen, da die absolute Höhe der Lohnnebenkosten, zusammen mit Obergrenzen für Sozialversicherungsbeiträge, Arbeitnehmer mit niedrigerem Einkommen eher benachteiligt und „Schwarzarbeit“ oder Arbeitsübereinkommen auf „grauen Märkten“ eher begünstigt. Als Ergebnis dürfte der Grad der Lohnzurückhaltung, der mit einer gegebenen Arbeitslosenquote verbunden ist, abgenommen haben. Angesichts dieser möglichen ungünstigen Effekte haben verschiedene Länder (zuletzt Großbritannien) Schritte unternommen, um die Höhe der Lohnnebenkosten durch niedrigere Abgaben der Arbeitgeber zu senken. Außerdem beinhalteten die jüngst getroffenen Tarifvereinbarungen in den USA Kürzungen der zusätzlichen Sozialleistungen der Arbeitgeber.

Andere in der Wirkungsweise des Arbeitsmarktes begründete Faktoren liefen darauf hinaus, die Höhe der Arbeitslosigkeit bei jedem gegebenen Nachfrage- oder Inflationsniveau ansteigen zu lassen. Erstens haben in vielen Ländern verbesserte Arbeitslosenunterstützungen die Dauer der Periode effektiv verlängert, in der ein unbeschäftigter Arbeitnehmer auf Arbeitssuche gehen kann. Dies erhöht das friktionelle Element der Arbeitslosigkeit, obgleich es längerfristig auch dazu beitragen kann, eine bessere Übereinstimmung zwischen den jeweiligen Fähigkeiten des Bewerbers und den Anforderungen des Arbeitsplatzes zu erreichen. Zweitens laufen hohe Arbeitslosenunterstützungen zusammen mit Mindestlöhnen darauf hinaus, den „Mindestverkaufspreis“ für Arbeit zu erhöhen, was zu der Starrheit der Reallohne nach unten hinzukommen und, besonders für jüngere Arbeitnehmer, die Beschäftigungsaussichten verringern dürfte. Obgleich Reformen auf diesem Gebiet schwierig sind und mit anderen sozialpolitischen Maßnahmen koordiniert werden müßten, haben manche Länder in jüngster Zeit Schritte unternommen, einige dieser beschäftigungshindernden Effekte zu vermindern; beispielsweise sind in Großbritannien die Arbeitslosenunterstützungen im Verhältnis zu den Durchschnittslöhnen vermindert worden, und in einigen Staaten wird für Jugendliche nun ein niedrigerer Mindestlohn in Anwendung gebracht. Drittens hat sich die Flexibilität der Arbeitsmärkte durch eine allmähliche Verringerung der Arbeitskräftemobilität vermindert – sowohl beruflich, als Ergebnis einer zunehmend anspruchsvollen Ausbildung, die nun für viele Berufe gefordert wird, als auch regional, da die Zahl der Haushalte wächst, in denen Mann und Frau gleichzeitig beschäftigt sind. Schließlich dürfte der Gesamteffekt des die relativen Faktorpreise verändernden Besteuerungs-/Subventionierungssystems und der Einschränkungen bei der Reallohnanpassung eine Verschiebung zugunsten arbeitsplatzsparender Investitionen bewirkt haben, ungeachtet des Vorhandenseins eines beträchtlichen Überangebots von Arbeitskräften.

Die meisten dieser Starrheiten entwickelten sich wahrscheinlich während der sechziger und frühen siebziger Jahre und spiegeln institutionelle Faktoren, Veränderungen der Politik und das allmähliche Herausbilden realer Einkommenserwartungen wider. Damals machten schnelle Produktionssteigerungen zusammen mit der günstigen Entwicklung der Ausfuhrpreise es möglich, die wachsenden Starrheiten vergleichsweise problemlos zu „absorbieren“. Unter den Bedingungen umfangreicher und ungünstiger Veränderungen der externen Preise gewinnen jedoch solche Starrheiten, obwohl sie nicht ausgeprägter sind als in der Vergangenheit, eine andere Bedeutung und belasten ernsthaft das Anpassungspotential der Länder.

### **Ausmerzen der Inflation: Rechtfertigt das Ergebnis die Kosten?**

In der Zeit unmittelbar nach der zweiten Ölkrise wurde die These, daß die Eindämmung der Inflation die grundlegende makroökonomische Priorität in den Industrieländern genießen müsse, kaum bestritten. Davon ausgehend waren die nationalen Behörden überzeugt, daß es keinen langfristigen Gegensatz zwischen Inflationsbekämpfung und wachsender Beschäftigung gebe. Gerade weil die Beziehung Inflation/Arbeitslosigkeit sich seit den späten sechziger Jahren verschlechtert hatte, sollte es, wie sie glaubten, durch eine entschlossene, glaubwürdige Haltung gegenüber der Inflation möglich sein, diese Beziehung wieder auf den ursprünglichen Stand zu bringen. Einige Länder, besonders die des westlichen Kontinentaleuropas, leiteten daraus die Forderung nach einer wohlüberlegten Verknüpfung monetärer, finanz- und einkommenspolitischer Maßnahmen ab. Andere, vor allem Großbritannien und die USA, waren dagegen bereit, mehr auf die monetäre Disziplin und die Marktkräfte zu vertrauen, obgleich dieser Kurs durch die Hoffnung an Schärfe verlor, daß die Marktteilnehmer ihre eigenen Erwartungen entsprechend berichtigen würden, um so die Anpassung der Preise und Löhne zu beschleunigen.

Im Verlauf des letzten Jahres schien jedoch die Gemeinsamkeit des Vorsatzes hinsichtlich der Inflationskontrolle zu schwinden, da verschiedene Regierungen über den alarmierenden Anstieg der Arbeitslosigkeit in wachsendem Maße beunruhigt wurden. Es ist daher an dieser Stelle angebracht, noch einmal zu erwägen, ob der Nutzen einer niedrigen Inflation die Kosten der Erreichung dieses Zieles aufwiegt. Es ergibt sich auch die Frage, ob und in welchem Ausmaß der Abbau der Arbeitslosigkeit in den einzelnen Ländern die Eindämmung der Inflation als Hauptziel der globalen Konjunkturpolitik ergänzt oder sogar ersetzt hat.

Das Dilemma, dem die Regierungen sich gegenübersehen, ist in seinem Kern einfach. Alle während des binnenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses auftretenden Kosten sind kurzfristiger Natur und augenblicklich wahrnehmbar. Demgegenüber verteilen sich die Nutzen der Inflationseindämmung – oder umgekehrt die Kosten für die weitere Hinnahme der Inflation – über einen langen Zeitraum und sind scheinbar ungewisser.

Im Verlauf von 1981 wurde es in einer Reihe von Ländern deutlich, daß die Kosten der Inflationsbekämpfung, besonders wo ein übermäßiges Gewicht auf monetäre Disziplin gelegt wird, sowohl größer sind als auch länger fortwirken, als an-

genommen worden war. Sie sind größer in dem Sinne, daß bis heute ein beträchtlicher Teil der geforderten Reduzierung des nominalen Einkommensanstiegs in realen Größen stattfand und daher als Ergebnis die Arbeitslosigkeit stark gestiegen ist.

Es ist wahrscheinlich, daß die politischen Kosten einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit im Einklang mit der zeitlichen Dauer wachsen werden, in der die Wirtschaft sich in der Rezession befindet. Aus diesem Grund und angesichts der engen Abhängigkeit der nationalen Volkswirtschaften voneinander ist es sehr wichtig, zu akzeptieren, daß sich der Anpassungsprozeß wahrscheinlich in die Länge ziehen wird. Besonders die Erfahrung von 1981 zwingt dazu, die Ansicht zurückzuweisen, daß die Eindämmung der Inflation schnell und zu niedrigen Kosten erreicht werden könnte, sofern nur die restriktiven Ziele der Geldbehörden deutlich erklärt und konsequent im Auge behalten würden. Damit scheint eine zentrale Vorhersage der Theorie der rationalen Erwartungen, daß eine langfristige und stabile Reduzierung der Inflation schnell und ohne eine beträchtliche Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit erreicht werden kann, mit den Erfahrungen in der realen Welt bisher unvereinbar zu sein.

In der Anpassungsperiode nach der zweiten Ölkrise war die Arbeitslosigkeit aus zwei Hauptgründen schwieriger zu handhaben. Erstens erwies es sich, wie weiter oben in diesem Kapitel beschrieben wurde, trotz der Nachfrageabschwächung anfangs als schwierig, eine allgemeine Anpassung bei den Reallöhnen zu erreichen, da Teile der Arbeitnehmer weiterhin auf Nominallohnabschlüsse in Höhe der Inflationsrate oder darüber drängten. Aber angesichts der Inflationserwartungen, die eine mehr oder weniger willfährige Geld- und Finanzpolitik im Verlauf von etwa 15 Jahren hatte entstehen lassen, war die Hoffnung auf eine schnelle Änderung der Verhaltensweisen ohne Zweifel übertrieben optimistisch. Gleichzeitig sollte man die vielen jüngsten Anzeichen für eine Wende nicht unterschätzen. In vielen Industriezweigen, besonders in denen, die von der Nachfrageschwäche und wachsender Auslandskonkurrenz stark betroffen sind, haben die Gewerkschaften eine zunehmende Sorge um die Sicherheit der Arbeitsplätze sowie die Bereitschaft gezeigt, Konzessionen bei den Lohnforderungen zu machen.

Zweitens hat, wie in Kapitel II erörtert, ein Gegeneinanderarbeiten der Geld- und Finanzpolitik, besonders in den USA, dazu beigetragen, hohe Realzinssätze aufrechtzuerhalten. Dies hat wiederum sowohl die Rezession in der privaten Wirtschaft verschlimmert als auch die Erwartung des Marktes gestützt, daß der Kampf gegen die Inflation durch die Regierungen in nicht allzu ferner Zukunft aufgegeben werden dürfte. Solch hohe Zinssätze, die von der Kostenseite her kurzfristig zum Inflationsdruck beitragen, werden erst dann beträchtlich zurückgehen, wenn die Inflationserwartungen aus der Wirtschaft verdrängt werden. Dieses Ergebnis dürfte nicht sehr schnell erreicht werden, bedenkt man die lange Erfahrung mit der Politik des „Stop-and-Go“ in einem Umfeld steigender Inflation.

Japan ist eine wichtige Ausnahme von diesem allgemeinen Bild unvollständiger binnenwirtschaftlicher Anpassung nach dem zweiten Ölschock. Nach einem Anstieg auf 7,1% im Jahre 1980 fiel die japanische Inflationsrate 1981 auf 4,3%. Beeinflusst wurde dieses Ergebnis in einem großen Ausmaß durch die Wirkung, die



von der Erinnerung an die Schwere der Rezession in den Jahren 1974/75 auf die Lohnverhandlungen ausging. Die sich ergebende Zusammenarbeit zwischen den Sozialpartnern legte angesichts der Notwendigkeit einer restriktiven Wirtschaftspolitik die Betonung mehr auf „reale“ als auf nominale Lohn- und Profitresultate, womit ein anhaltendes Wachstum von Beschäftigung, Realeinkommen und Ausfuhren ermöglicht wurde. Als Ergebnis gab es nur geringe Inflationsanstöße von der Inlandsseite, und die niedrige Arbeitslosenquote erhöhte sich nur geringfügig, ungeachtet der starken Verlangsamung des Anstiegs der real verfügbaren Einkommen und der Inlandsnachfrage.

Auch einige europäische Länder erzielten ein gutes Ergebnis hinsichtlich der Anpassung des Lohnverhaltens an die gestiegenen Erfordernisse der Wirtschaft. Besonders Deutschland, Österreich und die Schweiz haben im Verlauf dieser Jahre, dank einer gemäßigten Haltung beider Seiten der Wirtschaft bei den Tarifverhandlungen, Resultate erzielt, die eine reibungslose Anpassung der Realeinkommen ermöglicht haben. Daß insbesondere in Deutschland die Arbeitslosigkeit im letzten Jahr stark zugenommen hat, dürfte mehr auf andere Faktoren als auf das Lohnverhalten als solches zurückzuführen sein, so auf eine schwache Nachfrage und hohe Zinssätze aufgrund äußerer Einflüsse sowie auf ein erhebliches Defizit des öffentlichen Sektors.

Wenngleich die meisten Industrieländer im Kampf gegen die Inflation beträchtliche Kosten auf sich genommen haben, ist nichtsdestoweniger wieder einmal die Frage angebracht, warum das Übel der Inflation so schwerwiegend ist, daß die Regierungen überzeugt sind, die Kosten der Anpassung für ihre Volkswirtschaften in Kauf nehmen zu müssen. Die Kosten der Inflation lassen sich in drei Gruppen aufteilen. Erstens wird die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit im Inflationsprozeß durch die Schwierigkeit beeinträchtigt, die Preissignale am Markt richtig zu deuten. Bewegungen der relativen Preise, die eine neue Allokation der Ressourcen verlangen, können, wenn die Inflation voranschreitet, nicht leicht von absoluten Steigerungen des gesamten Preisniveaus unterschieden werden. Die sich ergebende Fehlallokation der Ressourcen ist schädlich. Außerdem ist dieser Effekt auch auf internationaler Ebene wirksam, indem Entscheidungen über den Warenhandel und über Auslandsinvestitionen in Mitleidenschaft gezogen werden.

Ein zweites Bündel von Argumenten gegen die Inflation setzt auf der einzelwirtschaftlichen Ebene an. Die Inflation bestraft willkürlich Personen mit festen Einkommen und, wenn sie nicht voll antizipiert wurde, die Gläubiger zugunsten von denen, deren Einkommen an die Inflationsrate indexiert sind bzw. deren Schulden auf nominale Beträge lauten, besonders wenn die Schuldzinsen von der Steuerschuld abgesetzt werden dürfen. In einem umfassenderen sozialen Kontext gesehen hat die Inflation auf einzelwirtschaftlicher Ebene noch weitere nachteilige Wirkungen. In einer Welt, in der der relative Einkommensstatus praktisch die gleiche Bedeutung erhalten hat wie die absolute Einkommenshöhe, führen hohe und schwankende Inflationsraten dazu, daß sich einzelne Wirtschaftssubjekte, Gewerkschaften, Sektoren, sogar Länder in dem Bemühen gegeneinander ausspielen, ihre „relativen Vorteile“ aufrechtzuerhalten oder zu verbessern. Viel Zeit und Mühe wird daher für eine letztlich nicht produktive Jagd nach Verbesserungen der Nominaleinkommen aufgewendet. So ist die Inflation nicht nur eine Angelegenheit der Lohn-Preis-

Spirale, sondern auch der „Lohn-Lohn“-Spirale und der „Steuer-Lohn“-Spirale geworden.

Schließlich laufen hohe Inflationsraten darauf hinaus, von stärker schwankenden und weiter gestreuten Lohn- und Preissteigerungen begleitet zu werden. Starke Schwankungen der Jahresraten der Inflation in einzelnen Ländern bringen Ungewissheiten mit sich, die die Investitionen und die Wachstumsaussichten schädlich beeinflussen, besonders wenn man glaubt, daß solche Inflationstrends längerfristig nicht durchzuhalten sind. Auf internationaler Ebene bewirken größere Inflationsdisparitäten, daß Druck auf die Wechselkurse und Zinssätze ausgeübt wird, was seinerseits wieder die Investitionsneigung und das reale Wachstum beeinflusst. Dagegen würde das Erreichen einer niedrigeren Durchschnittsinflation in den Ländern der Zehnergruppe und in der Schweiz wahrscheinlich die Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern verringern. Dies würde die Entwicklung zu stabileren Wechselkursen über einen längeren Zeitraum fördern, was wiederum das Wachstum des Welthandels und der Beschäftigung stützte.

Ungeachtet der schweren vorübergehenden Kosten der Inflationsbekämpfung läßt sich deshalb das Festhalten der Regierungen an der Kontrolle der Inflation als der höchsten Priorität auf dreierlei Weise begründen. Erstens sind die Kosten der Inflation, wie oben dargelegt, als solche hoch, obgleich sie schwierig zu messen sind; der hauptsächliche Gewinn der Inflationseindämmung ist jedoch, daß sie als Vorbedingung für ein anhaltendes Wachstum der realen Erzeugung und der Beschäftigung anzusehen ist. Zweitens ist besonders in den letzten Monaten ein beträchtlicher Abbau der Inflation erreicht worden, und die Opfer, die während dieser Periode gebracht wurden, wären umsonst gewesen, wenn das Ziel der Inflationseindämmung nun aufgegeben werden sollte. Drittens würde jede erhebliche Nachfrageankurbelung wahrscheinlich das Wiederaufleben von außenwirtschaftlichen Defiziten in vielen Industrieländern verursachen, da die OPEC-Überschüsse mit der Anspannung des Ölmarkts wieder neu entstehen würden.

### **Einige wirtschaftspolitische Überlegungen**

Die beachtliche Verschlechterung des Wirkungszusammenhangs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit in den Ländern der Zehnergruppe seit 1972 kann als Ergebnis externer Faktoren in Zusammenhang mit einem Lohn- und Preisbildungsprozeß gesehen werden, der durch ein hohes Maß an Unbeweglichkeit charakterisiert ist. Zusätzlich haben hohe Energiekosten und niedrige Investitionen zur sinkenden Rentabilität beigetragen und damit in vielen Ländern zum Rückgang der Nachfrage nach Arbeit. Folglich resultierte ein beträchtlicher Teil des Anstiegs der Arbeitslosigkeit in den letzten zehn Jahren aus strukturellen Faktoren und scheint weitgehend unabhängig vom globalen wirtschaftspolitischen Kurs in den einzelnen Ländern gewesen zu sein. Für die Politik der Zukunft dürfte deshalb ein doppeltes Rezept angebracht sein: erstens die Fortführung der antiinflationären Globalpolitik zur Konsolidierung und weiteren Anpassung an den zweiten Ölchock; zweitens die Anwendung von Maßnahmen, die direkt darauf abzielen, die strukturellen Widerstände zu vermindern und eine größere Elastizität des Arbeitsmarkts zu schaffen.

Was den zweiten Teil dieses zweigleisigen Ansatzes anbelangt, so ist die Beseitigung bestehender Starrheiten wichtig, aber einkommenspolitische Maßnahmen scheinen ebenfalls erwägenswert zu sein. Die Erfahrung der Vergangenheit mit solchen Maßnahmen läßt darauf schließen, daß sie nur eine vorübergehende Lösung bieten, aber es gibt Länder (Deutschland, Österreich und Norwegen), wo einkommenspolitische oder gleichwertige Maßnahmen auf einer dauerhafteren Grundlage angewendet worden sind. In diesen Fällen sind einkommenspolitische Maßnahmen, obwohl sie in Form von Lohn- und Preiserhöhungen formuliert wurden, typischerweise auf weitergefaßte gesamtwirtschaftliche Ziele gerichtet gewesen, wie auf reales Wachstum, Zahlungsbilanzgleichgewicht und Verteilung der Faktoreinkommen. Außerdem wurden einkommenspolitische Maßnahmen eng mit der Finanz- und der Geldpolitik koordiniert.

Die erfolgreiche Anwendung einer beständigeren Einkommenspolitik erfordert ein Maß an sozialem Konsens, das nicht in allen Ländern vorhanden oder leicht zu erreichen sein mag. Gleichwohl enthält eine solche Politik Elemente, die es verdienen, als Mittel zur Reduzierung oder Beseitigung des Stagflationsproblems in nähere Erwägung gezogen zu werden. Seit langem wird anerkannt, daß die Versuche, die Einkommensrelationen aufrechtzuerhalten oder zu verbessern, eine wichtige Inflationsquelle bilden, da die gesamtwirtschaftlichen Ansprüche die gesamte verfügbare Produktion übersteigen können. Daher würden einkommenspolitische Maßnahmen auf breiterer Basis, die eine Übereinkunft bezüglich der Entwicklung der Verteilungsrelationen einschließen, eine wichtige Inflationsquelle beseitigen und eine bessere Möglichkeit eröffnen, die Rate der Preis- und Lohnsteigerungen dauerhaft zu verringern.

Neuere Ergebnisse lassen auch darauf schließen, daß Änderungen in der Verteilung der gesamten Faktoreinkommen die Nachfrage der Unternehmen nach Arbeitskräften direkt beeinflussen können. Mit anderen Worten: Ein übertrieben starker Anstieg der Nominallöhne bewirkt nicht nur Inflation, sondern kann auch die Arbeitskräfte aus dem Markt verdrängen, da die Rentabilität der Unternehmen sinkt. Unter solchen Bedingungen und besonders in Perioden nach starken externen Preisverschiebungen könnten daher Maßnahmen, die direkt darauf zielen, die Reallohnentwicklung in Übereinstimmung mit den Produktivitätsfortschritten zu halten, dazu dienen, sowohl das Inflationspotential abzubauen als auch die Arbeitslosigkeit zu verringern.

Es gibt ermutigende Anzeichen, daß diese „Doppelrolle“ der Reallöhne in wachsendem Maße von beiden Seiten der Wirtschaft wie auch in den jüngst vorgeschlagenen oder ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen Anerkennung findet. Dies bezeugen die Veränderungen, die in bestimmten Ländern bei den Lohnindexierungsvereinbarungen stattgefunden haben. Beispielsweise wurde in den Niederlanden die 1981 eingeführte Einschränkung bei den preisindexgebundenen Lohn erhöhungen durch neue Maßnahmen, die im vergangenen Dezember angekündigt worden waren, für dieses Jahr verlängert. Diese sehen eine volle Kompensation des Preisanstiegs nur für Löhne bis zu einer bestimmten absoluten Höhe vor; es wird erwartet, daß dies zu einem beträchtlichen Rückgang der Realverdienste der höchstbezahlten Arbeitnehmer führen wird. Die luxemburgische Regierung ergriff im Juli

vergangenen Jahres ebenfalls Maßnahmen, um die automatische Lohnindexierung zu verringern. Die französische Regierung hat sich darum bemüht, die praktisch automatische Indexierung durch ein Verfahren zu ersetzen, das die Nominallohnsteigerungen an die Zielgröße für die Inflationsrate in der unmittelbaren Zukunft bindet. In Norwegen wurde im August 1981 ein Preisstopp bis Ende des Jahres eingeführt. Er war zum Teil dazu bestimmt, das Auslösen indexierter Lohnsteigerungen zu verhindern. Ähnlich war in Schweden im September die Abwertung von einem Preisstopp und einer Senkung der Mehrwertsteuer begleitet, um eine Beschleunigung des Lohn- und Preisanstiegs zu verhindern.

Die dramatischsten Schritte zur Einschränkung der Indexierung wurden jedoch Anfang 1982 angesichts einer drastischen Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position in Belgien unternommen. Zur Flankierung der Abwertung des Frankens um 8,5% im Februar führte die Regierung ein Maßnahmenpaket ein, das einen dreimonatigen generellen Lohnstopp beinhaltete, außer für die Arbeitnehmer der untersten Lohngruppe, für die die Indexierung weiter gelten sollte, und das für den Rest des Jahres 1982 einen flachen Lohnanstieg unterhalb der Inflationsrate verordnet. Diese Maßnahmen, die 1982 die Reallöhne vermindern sollen, kennzeichnen einen bemerkenswerten Wandel der wirtschaftspolitischen Strategie in Belgien. Früher wurde gegen die Abwertung des Frankens, ungeachtet der Notwendigkeit, die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie wiederherzustellen, mit der Begründung Widerstand geleistet, daß die Wechselbeziehung zwischen den höheren Einfuhrpreisen und der automatischen Lohnindexierung die angestrebten günstigen Effekte aufgehoben hätte.

In Deutschland wurden die in der gegenwärtigen Lohnrunde bisher erreichten Vereinbarungen deutlich von der Sorge der Gewerkschaften über die Sicherheit der Arbeitsplätze beeinflusst; die Reallohnzuwächse werden dieses Jahr wahrscheinlich von den Produktivitätsgewinnen übertroffen. Das Streben nach Eindämmung der Inflation als dem wichtigsten Ziel wurde aber durch den starken Anstieg der Arbeitslosigkeit im vergangenen Jahr abgeschwächt. Anfang Februar 1982 schlug die Regierung ein Maßnahmenpaket mit einem Volumen von DM 12,5 Mrd. vor, um die Beschäftigung kurzfristig zu erhöhen. Sie betrachtete dieses Maßnahmenpaket in keiner Weise als eine Gefährdung der Inflationsbekämpfung. In der Folge mußte der Plan, diese Maßnahmen durch eine Anhebung der Mehrwertsteuer zu finanzieren, aufgegeben werden.

In verschiedenen anderen Ländern wird der Kampf gegen die Inflation beharrlich und mit wachsendem Erfolg weitergeführt. Dies gilt für die USA, Großbritannien, Japan und die Schweiz. In Japan wurde die Abschwächung der Inflation, wie oben dargelegt wurde, durch eine freiwillige Mäßigung bei den Lohnforderungen erleichtert. Daneben beinhalteten die jüngsten Tarifabschlüsse in den USA ein vorübergehendes Außerkraftsetzen von Lohnanpassungsklauseln sowie die Einführung von Gewinnbeteiligungsplänen.

Ungeachtet des kräftigen Anstiegs der Arbeitslosigkeit im Jahre 1981 hat im Gebiet der Zehnergruppe nur Frankreich den Schwerpunkt des Kampfes gegen die Inflation deutlich verlagert, um die Beschäftigung zu fördern; obgleich, wie bereits

erwähnt, die französische Regierung ebenfalls Preiskontrollen eingeführt und Maßnahmen zur Lohnbegrenzung vorgeschlagen hat. Um die geplante dauerhafte Verringerung der Arbeitslosigkeit zu erreichen, hat die neue Regierung eine weniger restriktive Geld- und Finanzpolitik mit einer Anzahl arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen verknüpft. Diese umfassen einen 10prozentigen Anstieg der Mindestlöhne (im Juni 1981 angekündigt) und jüngste Vorschläge zur Verringerung der durchschnittlichen Wochenarbeitszeit, zur Begrenzung von Überstunden und zur Förderung eines freiwilligen vorzeitigen Ausscheidens aus dem Berufsleben.

Insgesamt scheint es eindeutig zu sein, daß im allgemeinen die Eindämmung der Inflation die höchste Priorität der Regierungen behält. Gleichwohl ist es angebracht, daß eine steigende Zahl der Regierungen ergänzende Maßnahmen und strukturelle Reformen in Erwägung zieht, die geeignet sind, eine Verringerung der Inflation zu erreichen, ohne einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verursachen. Sollte im übrigen mit der Zeit die Inflation nahezu überall auf ein niedriges Niveau zurückgehen, würde wahrscheinlich dennoch das Problem bestehen bleiben, mit einem großen Bestand an unbeschäftigten Arbeitskräften fertig zu werden.

In einem gewissen Umfang wird eine Abschwächung der Inflation automatisch die Gesamtnachfrage dadurch steigen lassen, daß das nominale Geldangebot und die Zielvorgaben für die öffentlichen Ausgaben real sogar steigen werden; auch wird die Verminderung der Ungewißheit die Zuversicht der Haushalte und der Wirtschaft wahrscheinlich kräftigen. Außerdem dürfte die Beseitigung von Starrheiten und anderen strukturellen Widerständen automatisch günstige Wirkungen auf die Gesamtnachfrage und die Produktion haben. In einigen Ländern könnte die Verringerung des Preisanstiegs jedoch hauptsächlich den Effekt haben, den Spielraum für expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen auszuweiten, da der automatische Anstieg der realen Erzeugung nicht ausreichend stark sein könnte, um die Arbeitslosenquote auf frühere und akzeptablere Niveaus herunterzudrücken. Unter solchen Umständen ist die Notwendigkeit eines zweigleisigen Ansatzes der Wirtschaftspolitik weiterhin vorhanden, da eine expansivere Finanz- und Geldpolitik durch Maßnahmen unterstützt werden muß, die ein Wiederaufflammen der Inflation verhindern.

## IV. GELDPOLITIK UND FINANZMÄRKTE

### Schwerpunkte

Die Zinsen erreichten 1981 an allen wichtigen Finanzmärkten Nordamerikas und Europas neue Höchststände. Bis zum Frühjahr 1982 bildeten sie sich dann in einigen Ländern wieder leicht zurück, waren aber im Vergleich zu früher noch immer sehr hoch. Mit noch weiter sinkender Inflationsrate stieg die Realverzinsung steil an. In Japan gaben die Zinsen im letzten Jahr allmählich nach, aber auch dort blieben sie, gemessen an der laufenden Teuerungsrate, sehr hoch.

Die US-Zinsen, die kurz- wie die langfristigen, wiesen in den vergangenen zwei oder drei Jahren sowohl weite und häufig auftretende zyklische Ausschläge als auch starke Tagesschwankungen auf. Da andere Länder es vorzogen, ihre Inlandszinsen relativ stabil zu halten, trugen Veränderungen im Zinsgefälle zu den starken Wechselkursausschlägen bei.

Diese Entwicklung hat mehrere Ursachen. Eine Reihe von Indikatoren deutet an, daß die Geldpolitik in den meisten Industrieländern weiter recht restriktiv war, wenn auch in einigen von ihnen die Zügel möglicherweise behutsam gelockert wurden. Gegenwärtige und vor allem zukünftige öffentliche Defizite, die gemessen am Umfang der Finanzmärkte und der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung in den einzelnen Ländern sehr groß sind, haben das derzeitige Zinsniveau entscheidend beeinflusst. Hinzu kommt, daß die private Kreditnachfrage offenbar weniger zinsreagibel war, als man hätte annehmen können. Maßnahmen zur Deregulation der Zinsen, durch die die herkömmliche Kreditrationierung entfiel, liefern ebenfalls, und insbesondere in den USA, eine Erklärung dafür, warum der Zinsanstieg höher ausfiel als in der Vergangenheit. Zur vollständigen Erklärung der hohen Zinsen muß man schließlich noch in Rechnung stellen, daß sich seit Mitte der sechziger Jahre in den meisten Ländern eine tief sitzende Inflationsmentalität entwickelt hat. Dieses Kapitel befaßt sich mit dem Einfluß dieser Kräfte und weist auf einige negative Auswirkungen hin, die hohe und variable Zinssätze auf das reale Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Finanzmärkte haben.

In zahlreichen Ländern kam der Geldmengensteuerung weiterhin eine entscheidende Bedeutung bei dem Bemühen zu, den Inflationserwartungen entgegenzuwirken. In einem von raschen Veränderungen geprägten wirtschaftlichen und finanziellen Klima war diese jedoch in letzter Zeit nicht leicht zu handhaben. Die kurzfristige Unstetigkeit der Aggregate hat namentlich in den USA eine Kontroverse entfacht; in anderen Ländern hat sich hingegen im allgemeinen die Auffassung durchgesetzt, daß bei der Verfolgung des Geldmengenziels eine längerfristige Sicht das Richtige sei. Finanzielle Innovationen als Reaktion sowohl auf regulatorische Änderungen wie auf hohe Zinsen, die in Wechselwirkung zu lange gültigen Regulationen stehen, wirkten sich in den USA ebenfalls störender aus als anderswo.

Trotz dieser Ungewißheiten werden die Bemühungen um eine Verstetigung der monetären Expansion in den meisten Ländern weiterhin auf bestimmte Geldmengengrößen gerichtet sein. Immerhin nimmt die Neigung zu, andere finanzielle Indikatoren mehr als bisher zu berücksichtigen. Im letzten Abschnitt dieses Kapitels wird denn auch erörtert, ob ein flexibleres Vorgehen angezeigt wäre, ohne daß dadurch die antiinflationäre Ausrichtung der Geldpolitik in Frage gestellt wird.

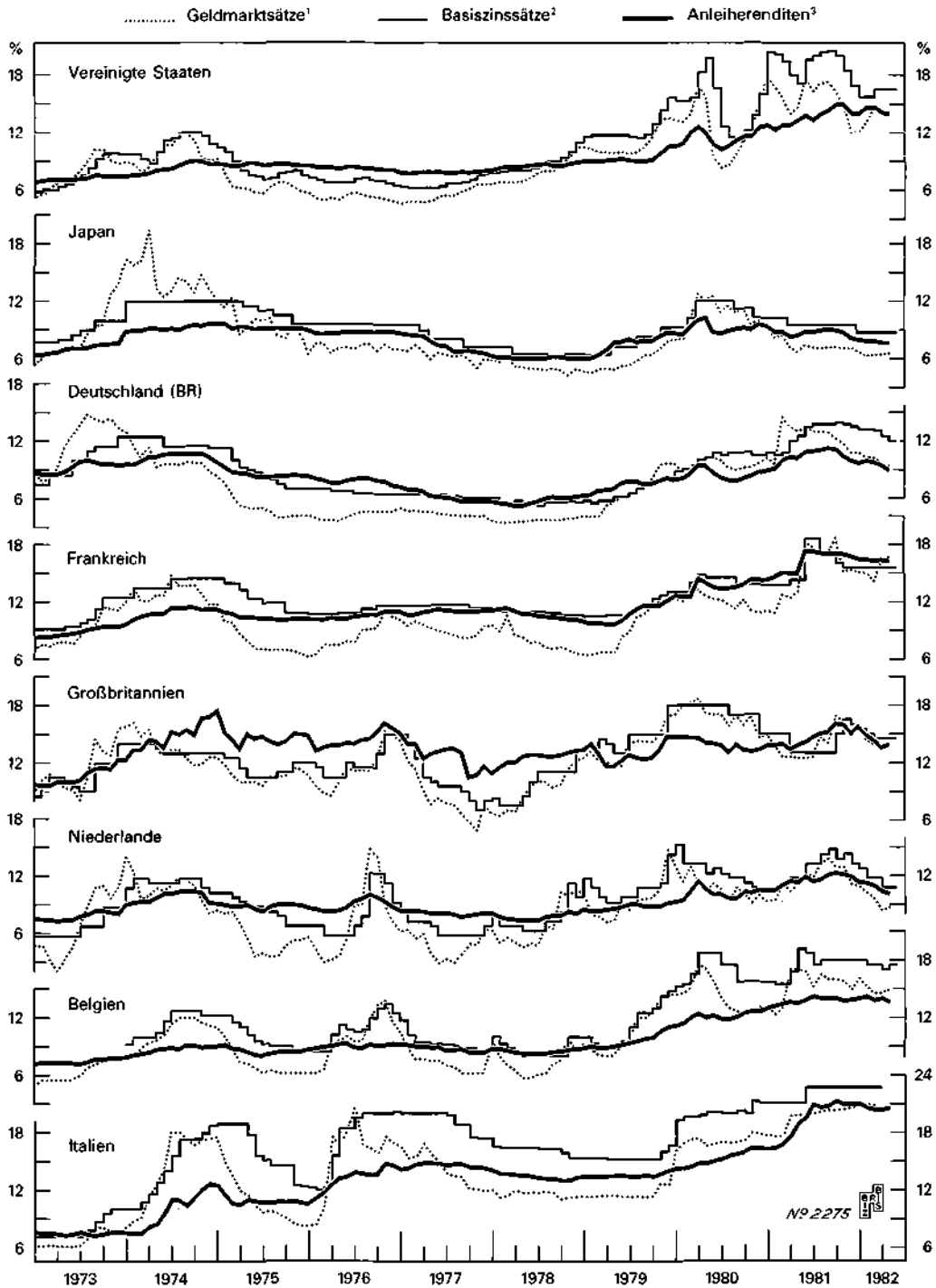
### Hauptmerkmale der aktuellen Zinsentwicklung

Die Zinsentwicklung der vergangenen zwölf bis achtzehn Monate war nicht nur von sehr hohen und variablen nominellen, sondern auch ungewöhnlich hohen realen Sätzen geprägt, besonders wenn man die schwache Wirtschaftstätigkeit berücksichtigt. Zudem konnte man eine Normalisierung der Zinsstruktur und einen international engen Zusammenhang zwischen Zins- und Wechselkursbewegungen feststellen. Diese Vorgänge können durch eine Reihe sowohl voneinander unabhängiger wie abhängiger Kräfte erklärt werden, die je nach Land unterschiedliche Stärke aufwiesen, aber häufig ihren Ursprung in den USA hatten und in der Folge auf andere Länder bergriffen. Die wesentlichen Merkmale der jüngsten Zinsentwicklung und die diesbezüglichen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern werden nachfolgend dargelegt. Im Abschnitt danach werden dann einige für diese Entwicklung maßgebende Bestimmungsgründe angeführt.

*Nominalzinsen.* Als Anfang 1980 die Zinssätze in den Industrieländern einen Gipfel erreichten und sich dann zurückzubilden begannen, wurde allgemein angenommen, daß wie 1973/74 das Ende einer kurzen Hochzinsphase in Sicht sei. Statt dessen begann in Nordamerika eine Zeit größerer Schwankungen, während in Europa ein weiterer Anstieg bevorstand. Im Frühjahr 1982, mehr als zwei Jahre später, hatten sich die Hoffnungen auf einen deutlichen und dauerhaften Zinsrückgang noch immer nicht erfüllt.

In den USA verzeichneten die kurzfristigen Sätze seit Oktober 1979, als die Notenbank zur Steuerung der Bankreserven überging, mindestens vier ausgeprägte Pendelbewegungen. So sank etwa der Zins für dreimonatige erstklassige Bankakzente, der im Jahre 1980 ein Tief von 8,0% im Juni sowie Höchststände von 18,6% im März und 20,1% im Dezember verzeichnet hatte, im März 1981 auf 12,5%, um dann von Mai bis Juli unregelmäßig von 18,3 auf 15,5% zurückzugehen und dann wieder auf 17,7% zu steigen, bevor er dann im Dezember auf 11% absank. Im März 1982 lag er wieder bei 15%. Die Prime rate verzeichnete gleichfalls weite Ausschläge, wobei sie mit einer Verzögerung den Schwankungen der Geldmarktsätze folgte, so daß die Zinsmarge zwischen beiden Sätzen mitunter sehr groß war. Dadurch kam es bei der Kreditaufnahme zu starken Verlagerungen von einer Verschuldungsform auf die andere, und bei Kreditabschlssen wurden zunehmend euromarktnahe Zinssätze vereinbart. Im weiteren Verlauf dürfte die Prime rate etwas weniger repräsentativ für die Kosten kurzfristiger Kredite an Großunternehmen gewesen sein. Die Anleiherenditen erreichten bei jedem neuen Zinsanstieg einen höheren Gipfel, wenn sie auch im Frühjahr 1982 etwas nachgaben. Beispielsweise stieg die Rendite amerikanischer Industrieanleihen unregelmäßig von 11½% im Januar 1980 auf 16½% im Februar 1982, doch Mitte Mai lag sie bei 15½%.

### Kurz- und langfristige Zinssätze Monatswerte



<sup>1</sup> Ausgewählte typische Zinssätze (Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen zwischen Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere). <sup>2</sup> Von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erstklassige Kunden geforderte Mindestsätze (Deutschland: unteres Ende der Spannweite für große Kontokorrentkredite). <sup>3</sup> Ausgewählte typische Zinssätze (USA: Industrieobligationen; Großbritannien und Niederlande: Staatsschuldverschreibungen; übrige Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen).



Auch auf den meisten europäischen Märkten stiegen 1981 die Zinsen deutlich an. Allerdings waren sie insofern etwas abgeschirmt, als die Währungsbehörden bereit waren, erhebliche Kursschwankungen ihrer Währungen gegenüber dem Dollar hinzunehmen. In Deutschland wurde im Februar 1981 ein bedeutender Schritt unternommen, als die Bundesbank ihre Intervention am Geldmarkt änderte und einen erheblichen Anstieg der kurzfristigen Zinsen zuließ. Der Satz für Tagesgeld näherte sich dem Zins an, den die Banken für Zentralbankgeld im Rahmen des Sonderlombards zu zahlen hatten, und blieb bis zum Oktober recht stabil. Danach wurde behutsam ein allmählicher Zinsrückgang ermutigt, der auch in den ersten Monaten des Jahres 1982 selbst bei erneut steigenden Dollarzinsen noch anhielt. Ab Mai gewährte die Bundesbank dann wieder normalen Lombardkredit zum Zinssatz von 9%. Die Zinsen am langen Ende des Marktes folgten ziemlich genau den Schwankungen der US-Zinsen, wenn auch das Zinsgefälle zugunsten des Dollars langsam zunahm.

In Frankreich stiegen die Zinsen im Frühjahr 1981 vor dem Hintergrund wirtschaftspolitischer Unsicherheiten stark an. Die kurzfristigen Sätze konnten nach der Leitkursänderung im Europäischen Währungssystem vom Oktober wieder hinuntergedrückt werden, doch im Frühjahr dieses Jahres gingen die Zinsen erneut in die Höhe. In Italien stiegen die Zinsen im Frühjahr 1981, als die Geldpolitik hauptsächlich zur Stützung der Lira verschärft wurde. Die Zinsentwicklung in Belgien und den Niederlanden war das Spiegelbild sehr unterschiedlicher Zahlungsbilanzpositionen, wenn auch teilweise durch EWS-interne Vorgänge bedingt. Die Neufestsetzung des Leitkurses des belgischen Frankens gegenüber anderen europäischen Währungen Anfang 1982 ermöglichte einen begrenzten Zinsrückgang in Belgien. Auf einigen europäischen Märkten weitete sich die Marge zwischen dem Zins für Bankkredite und den Geldmarktsätzen in jüngster Zeit aus, da die Banken bestrebt waren, ihre Rentabilität wiederherzustellen.

In Großbritannien ließen die Behörden im Frühjahr 1981 angesichts der flauen Wirtschaftstätigkeit einen begrenzten Zinsrückgang zu, wirkten dann aber im September auf einen Anstieg der Geldmarktsätze hin, um den Kursrückgang des Pfundes zu bremsen. In der Folge gaben sowohl die lang- wie die kurzfristigen Zinsen ein wenig nach.

In auffälligem Gegensatz zu der Entwicklung andernorts gingen in Japan die kurzfristigen Zinsen 1980 und Anfang 1981 allmählich zurück. Sie blieben dann bis gegen Ende des Jahres ziemlich stabil und schwächten sich dann weiter ab, als die Bank von Japan den Diskontsatz im Dezember senkte.

*Die Instabilität der Zinsen.* Die kräftigeren Pendelausschläge der US-Zinsen werden deutlich, wenn man den Zeitraum seit Anfang 1979 einer etwa vergleichbaren, im Januar 1972 einsetzenden Periode gegenüberstellt. Im jüngsten Zeitraum erreichten die Zinsen gegenüber früher nicht nur höhere Spitzen- und Mittelwerte, sondern auch ihre Unstetigkeit nahm deutlich zu, wie die Standardabweichung zeigt. Die monatliche Veränderung der Anleiherenditen war in der zweiten Periode dreimal größer als in der ersten, und dasselbe gilt für die Schwankungsbreite. Eine stark zunehmende Unstetigkeit der Anleiherenditen zeigt sich auch bei anderen Ländern (Belgien, Frankreich und Italien). In Großbritannien und, in bezug auf die

Monatsschwankungen der Zinssätze

	Januar 1972–März 1975				Januar 1979–März 1982			
	Höchstwert	Tiefstwert	Mittelwert	Standardabweichung <sup>1</sup>	Höchstwert	Tiefstwert	Mittelwert	Standardabweichung <sup>1</sup>
	Prozent p.a.							
<b>Geldmarktsätze<sup>2</sup></b>								
USA .....	12,1	3,5	7,4	2,5	18,0	8,3	13,1	2,9
Japan .....	19,3	4,9	9,7	4,3	12,7	4,6	8,0	2,3
Deutschland (BR) .....	14,8	4,5	9,0	3,2	14,5	4,2	9,6	2,5
Frankreich .....	14,8	4,0	9,2	3,3	18,6	6,4	12,6	3,1
Großbritannien .....	16,3	4,5	10,7	3,3	18,6	11,7	14,9	1,9
Italien .....	18,0	4,7	9,3	4,7	21,0	11,3	16,4	3,5
Belgien .....	12,0	3,7	7,3	2,8	17,5	8,1	13,7	2,7
Niederlande .....	14,0	2,0	8,2	3,3	14,8	7,2	10,6	1,8
Schweiz .....	6,0	0,5	4,0	1,8	9,8	0,1	5,1	3,0
<b>Anleiherenditen<sup>3</sup></b>								
USA .....	9,1	6,9	7,6	0,7	15,0	9,0	11,7	2,0
Japan .....	9,7	6,4	7,9	1,2	10,3	6,1	8,5	0,9
Deutschland (BR) .....	10,7	7,3	9,2	1,1	11,2	6,4	8,8	1,3
Frankreich .....	11,5	7,8	9,4	1,3	17,3	9,6	13,9	2,4
Großbritannien .....	17,4	7,7	11,8	2,8	16,1	11,6	13,9	1,1
Italien .....	12,7	7,1	8,6	1,8	21,3	13,4	16,5	2,9
Belgien .....	9,3	6,8	7,9	0,8	14,3	8,8	12,1	1,8
Niederlande .....	10,5	7,1	8,4	1,1	12,3	8,3	10,2	1,2
Schweiz .....	7,9	5,0	6,2	1,0	6,0	3,3	4,9	0,7

<sup>1</sup> Berechnet aus  $\sqrt{\sum d^2/(n-1)}$ , wobei d die Abweichungen der einzelnen Reihenwerte vom Mittelwert und n deren Anzahl bezeichnet. <sup>2</sup> Auf der Basis von Monatswerten inländischer Geldmarktsätze für dreimonatige Papiere mit Ausnahme Frankreichs (keinen Monat) und Belgiens (vier Monate). <sup>3</sup> Ausgewählte typische Sätze (s. Grafik auf S. 67).

kurzfristigen Sätze, in einigen kontinentaleuropäischen Ländern nahm die Variabilität der Zinssätze ab, was, wie unten ausgeführt, mit der Wechselkurspolitik zusammenhängen dürfte.

In den USA waren auch die Tagesschwankungen der Zinsen seit Oktober 1979, als die Bankreserven zur Zielgröße wurden, sehr groß. Dies kann auf der Basis dreimonatiger Geldmarktpapiere durch eine Gegenüberstellung von drei Perioden mit einer Länge von jeweils 15 Monaten veranschaulicht werden, wobei die

Tagesschwankungen kurzfristiger Zinssätze\*

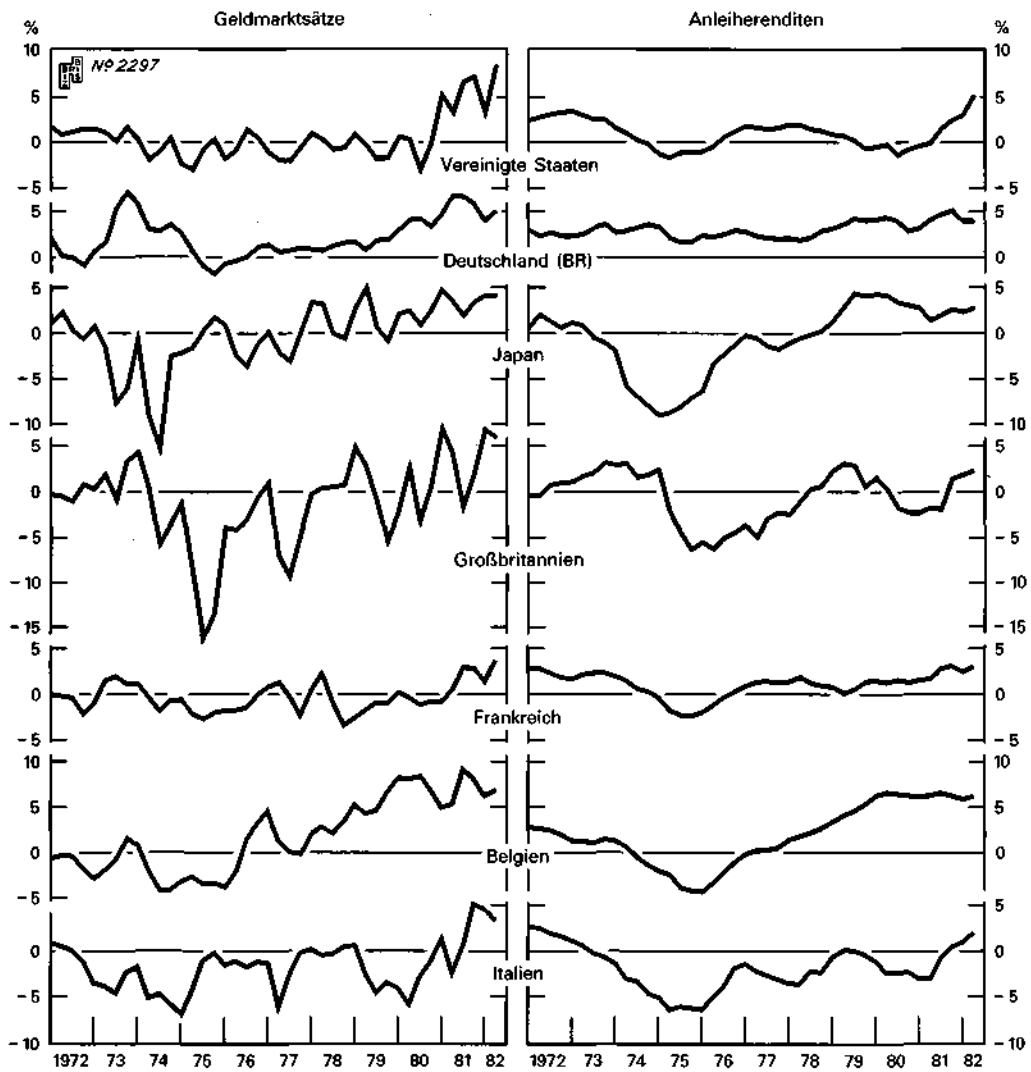
	15-Monats-Periode endend am								
	28. September 1979			31. Dezember 1980			31. März 1982		
	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung
	Prozent p.a.								
USA .....	8,2–12,9	10,5	1,2	8,8–22,0	14,1	3,2	11,8–19,9	16,5	2,0
Deutschland (BR) .....	3,1– 7,6	4,6	1,4	7,4–10,4	8,9	0,5	8,9–14,5	11,3	1,3
Frankreich ..	6,4–11,6	7,8	1,5	10,5–13,5	12,0	0,6	10,9–20,0	15,3	2,6
Großbritannien	9,2–14,3	12,0	1,6	13,0–19,0	16,4	1,1	12,2–17,0	14,0	1,3
Belgien ....	5,8–13,0	9,0	1,8	11,8–17,6	14,1	1,6	12,0–17,4	15,0	1,3
Niederlande	4,5–13,0	7,9	1,7	9,1–15,5	10,6	1,2	7,5–13,8	11,1	1,4
Schweiz ...	-0,4– 2,3	0,9	0,7	1,4– 7,4	5,3	1,1	5,3–12,5	8,7	1,6

\* Auf der Basis von Tageswerten der Sätze dreimonatiger Geldmarktpapiere mit Ausnahme Frankreichs (einen Monat). Frankreich und Großbritannien: inländische Geldmarktsätze; übrige Länder: Eurogeldmarktsätze.

eine kurz vor der Neuorientierung der amerikanischen Geldpolitik endet, während die anderen beiden die nachfolgenden Ereignisse umfassen. Die Schwankungsbreite der Zinsen mag seit Anfang 1981 tendenziell abgenommen haben, ist aber im Vergleich zur Zeit vor 1979 noch immer recht stark.

*Realzinssätze.* Gemessen an der Inflationsrate der jüngsten Zeit sind die Nominalzinsen derzeit recht hoch. Im März 1982 übertrafen die Anleiherenditen den Verbraucherpreisanstieg der vorangegangenen zwölf Monate um einen Wert, der von  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt in der Schweiz über  $2\frac{1}{2}$  Prozentpunkte in Frankreich bis hin zu 8 Prozentpunkten in den USA reichte. In der nachfolgenden Grafik wird

Kurz- und langfristige Realzinssätze\*



\* Auf der Basis von Quartalsdurchschnitten. Ausgewählte typische Zinssätze (s. Grafik auf S. 67). Die Geldmarktsätze sind mit der auf Jahresrate hochgerechneten durchschnittlichen Veränderung der Verbraucherpreise im jeweils laufenden und vorangegangenen Quartal und die Anleiherenditen mit der durchschnittlichen Veränderung der Verbraucherpreise im jeweils laufenden und vorangegangenen Jahr deflationiert.

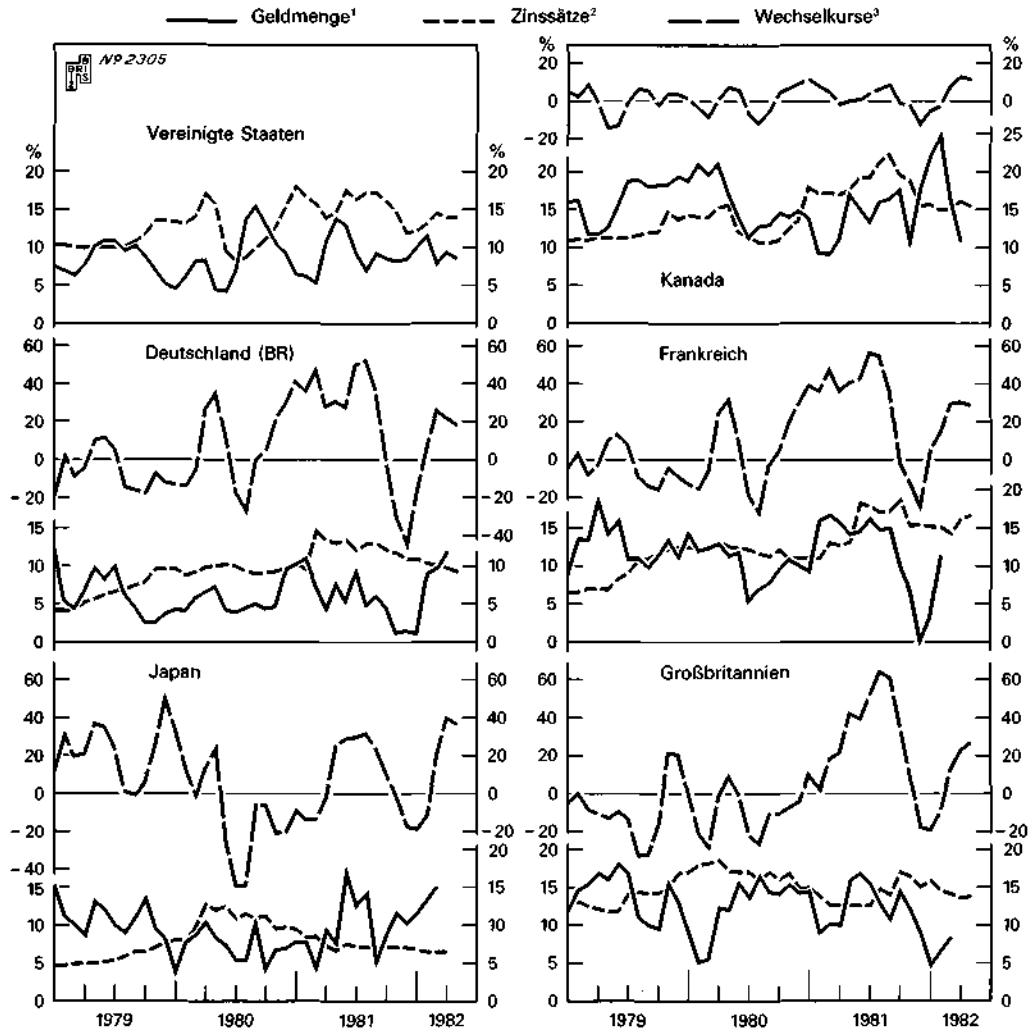
über einen längeren Zeitraum die Entwicklung der Realzinsen verglichen, wobei bei den kurzfristigen Sätzen die durchschnittliche Verbraucherpreisveränderung im jeweils letzten und vorangegangenen Quartal und bei den Anleiherenditen die im jeweils letzten und vorangegangenen Jahr zugrunde gelegt wird.

Diese Gegenüberstellung verdeutlicht, daß in den USA die Zinsen in den vergangenen zwei Jahren sehr stark gestiegen sind und sogar höher liegen als im Boomjahr 1973. In Japan, Großbritannien und Italien ging der Realzins 1974/75 stark zurück, als im Gefolge der ersten Ölkrise die Preise anzogen, und wie in den USA war er die gesamten siebziger Jahre hindurch im Durchschnitt niedrig oder sogar negativ. 1980-82 stieg dann jedoch der kurz- wie der langfristige Realzins auf zuvor nicht erreichte Höhen. In einigen der kleineren europäischen Länder – Belgien ist ein bemerkenswertes Beispiel – war der Realzinsanstieg seit Mitte der siebziger Jahre besonders ausgeprägt und lang anhaltend. In Deutschland stieg die Realrendite der Anleihen, die offenbar die ganzen Jahre über ständig positiv war, Anfang 1981 auf ein recht hohes Niveau, bildete sich dann aber wieder leicht zurück.

*Laufzeiten und Zinsentwicklung.* Wie in der Vergangenheit schwankten die Anleiherenditen im allgemeinen weniger heftig als die kurzfristigen Zinsen. Bis zum Frühjahr 1982 hatten sich die Anleiherenditen an den meisten Märkten von ihren 1981 verzeichneten Höchstständen ein wenig zurückgebildet. Aber selbst in Japan, Deutschland, den Niederlanden, der Schweiz und Großbritannien, wo der Rückgang am kräftigsten ausfiel, war dieser gleichwohl geringer als das Sinken der Geldmarktsätze. Infolgedessen hatte sich die Renditenkurve, die Anfang 1981 stark invers war, auf einem hohen Niveau ziemlich abgeflacht. Hierin dürfte zum Ausdruck kommen, daß die Liquiditätsanspannung an den Geldmärkten nachgelassen hatte, aber wohl auch, daß die Erwartungen von einem bleibenden sehr hohen Zinsniveau ausgingen. Als mögliche Erklärung hierfür bietet sich an, daß die Inflationserwartungen an den Finanzmärkten ungewöhnlich langsam auf den antiinflationären Kurs der Geldpolitik und auf Anzeichen einer Verlangsamung des Lohn- und Preisanstiegs reagierten.

*Zinssätze und Wechselkurse.* Wie weiter unten erörtert, waren in den USA die Bemühungen um eine Verstetigung der Geldmengenexpansion im Verein mit finanziellen Neuerungen mit ursächlich für die starken Ausschläge der Zinsen. Über Zeiträume von drei bis sechs Monaten scheinen die Schwankungen der kurzfristigen Zinsen in einem engen und umgekehrten Verhältnis zu den zyklischen Schwankungen des Wachstums von M1 gestanden zu haben. Demgegenüber sind offenbar die Zinsschwankungen an einigen anderen Märkten in den vergangenen zwei oder drei Jahren etwa gleich geblieben oder haben abgenommen, nachdem sich die Behörden zu einer relativen Verstetigung der kurzfristigen Sätze entschlossen hatten. Dies hatte zur Folge, daß zyklische Schwankungen der US-Zinsen und des Zinsgefälles zu ungewöhnlich heftigen Wechselkursbewegungen beitrugen. Die Grafik verdeutlicht dies im Falle des wichtigen DM/Dollar-Wechselkurses, wie überhaupt die Entscheidung der deutschen Behörden, den Schwankungen der US-Zinsen durch eine begrenzte Freigabe des DM/Dollar-Wechselkurses zu begegnen, auch für die EWS-Währungen von entscheidendem Einfluß gewesen sein dürfte.

Geldmenge, Zinsen und Wechselkurse



<sup>1</sup>Auf der Basis von auf Jahresrate hochgerechneten vierteljährlichen Veränderungen der Geldmenge (USA, Kanada und Frankreich: M<sub>2</sub>; Deutschland: M<sub>3</sub>; Japan: M<sub>2</sub> + CDs; Großbritannien: Liquidität des privaten Sektors (PSL)). <sup>2</sup>Zinssätze dreimonatiger Geldmarktpapiere (Frankreich: einmonatiger). <sup>3</sup>Auf der Basis der auf Jahresrate hochgerechneten vierteljährlichen Veränderung der Kassanotierungen anderer Währungen gegenüber dem Dollar.

Auch in Großbritannien und Japan traten relativ stabile oder sogar fallende kurzfristige Zinssätze im Verein mit höchst veränderlichen Wechselkursen auf. Kanada scheint demgegenüber eine Mittelposition einzunehmen, denn die kanadischen kurzfristigen Zinssätze folgten teilweise den US-Zinsen, während der Wechselkurs zum US-Dollar stabiler als in anderen Ländern war. Die Grafik verdeutlicht auch, daß die mit der gewählten Wechselkurs- und Zinspolitik einhergehende Entwicklung der weit definierten Geldbestände von Land zu Land Unterschiede aufwies (s. auch Tabelle auf S. 90). So war in Kanada und Großbritannien die monetäre Expansion äußerst unstet, während es in den größeren EWS-Ländern und in Japan gelang, stabile kurzfristige Zinsen mit einer verhältnismäßig gleichmäßigen Entwicklung der monetären Aggregate zu verbinden.

## Grundlegende Einflüsse auf die Zinsentwicklung

In einer Zeit weltweiter Rezession könnte die Herausbildung eines hohen Realzinsniveaus einem Wirtschaftsaufschwung im Wege stehen. Die gegenwärtige und zukünftige Situation an den Finanzmärkten läßt indes ein Fortbestehen hoher Realzinssätze durchaus als denkbar erscheinen. In der Tat kann das anhaltend hohe Zinsniveau als Anzeichen dafür gelten, daß mehrere Länder durch das Zusammenspiel verschiedener Kräfte im Zeitablauf in eine sehr komplexe Finanzlage geraten sind. So reagierte die Teuerungsrate gewöhnlich nicht rasch genug auf die Ankündigung und das Einschlagen eines restriktiveren geldpolitischen Kurses. Statt dessen wirkten sich die Bemühungen, die Inflation vornehmlich durch eine straffere Geldpolitik zu bekämpfen, bisher nur in der Weise aus, daß das reale Wirtschaftswachstum beeinträchtigt wurde und die Unternehmen Schwierigkeiten hatten, höhere Kosten auf die Erzeugerpreise überzuwälzen. Im Zusammenwirken mit einem hohen derzeitigen und zukünftigen Finanzierungsbedarf des Staates, finanziellen Neuerungen und einem offenbar hohen Maß an Unsicherheit trugen die Inflationserwartungen dazu bei, daß das Zinsniveau hoch blieb, wodurch sich die bereits konjunkturbedingt ungünstige finanzielle Lage der Unternehmen weiter verschlechterte und die Staatsdefizite zunahmten. Dies wiederum führte dazu, daß die Kreditnachfrage des privaten Sektors und der öffentliche Finanzierungsbedarf verhältnismäßig umfangreich blieben und die Zinssätze weiter nach oben gedrückt wurden. Hätte hingegen die tatsächliche und erwartete Inflationsrate rascher auf den geldpolitischen Restriktionskurs angesprochen, dann hätten die Kreditnachfrage insgesamt niedriger und die Aussichten auf rückläufige Nominalzinsen günstiger sein können, so daß der Realzins mit der Zeit vornehmlich die allgemeine Ertragssituation und Sparneigung in den einzelnen Volkswirtschaften widergespiegelt hätte.

In den folgenden Unterabschnitten wird versucht, diese zusammenwirkenden Kräfte einzeln aus dem Ganzen herauszulösen und isoliert zu betrachten und dabei zu erörtern, inwieweit deren Wirkungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfielen.

*Geldpolitische Ausrichtung.* Maßnahmen zur Begrenzung des Wachstums der monetären Gesamtgrößen haben in den vergangenen Jahren eine Geldmengenausdehnung wie zu Anfang der siebziger Jahre vermeiden helfen. Gleichzeitig jedoch hat die Härtung der Geldpolitik zweifelsohne kurzfristig zu dem hohen Nominalzinsniveau beigetragen. Die Zinsentwicklung kann denn auch in vielen Ländern als der beste Indikator der monetären Bedingungen angesehen werden. Als weitere Indikatoren können die reale und die nominale Entwicklung der monetären Gesamtgrößen und die Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit gelten. Auch die Veränderung der Bankkredite kann bei der Analyse des Einflusses der Geldpolitik hilfreich sein, obwohl auch sie, wie die Zinsen, sowohl auf endogene Einflüsse wirtschaftlicher und finanzieller Art als auch auf politische Kursänderungen reagiert. In Japan, Deutschland und Frankreich und nicht ganz so in Großbritannien und Italien verlief das Wachstum insbesondere der weit gefaßten Geldvolumengrößen in den vergangenen Jahren sehr viel verhaltener und stetiger als zuvor. In den USA wies die monetäre Expansion nach wie vor ausgeprägte zyklische Schwankungen auf, deren Phasen und Schwingungswerten bis 1979 wenig Veränderung zeigten.

Geldmengenwachstum<sup>1</sup>

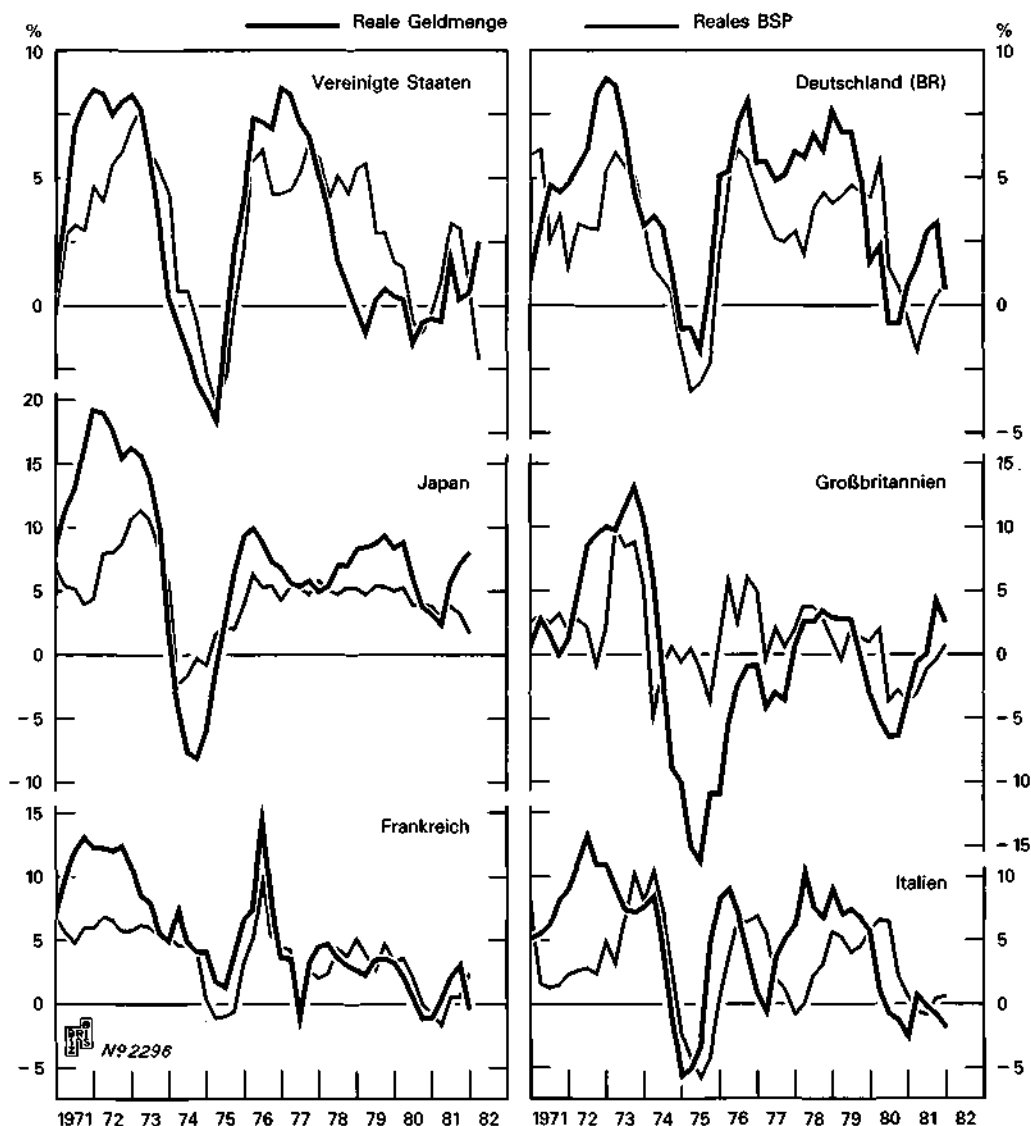
Geldmenge	Jahr	USA		Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien		Italien	Kanada
		A	B				A	B		
		Veränderung gegen Vorjahr in Prozent								
In weiter Abgrenzung <sup>2</sup>	1970-73 Durchschnitt	9,9	12,4	20,9	11,2	16,0	18,9	15,9	17,3	12,1
	1974-77 Durchschnitt	10,8	10,5	12,7	9,2	15,4	9,3	10,5	20,2	14,6
	1978-81 Durchschnitt	8,8	10,6	10,2	7,1	12,3	15,1	13,4	16,3	15,5
	1980 4. Quartal	9,2	10,0	7,8	5,9	10,3	19,1	13,5	11,5	16,5
	1981 2. Quartal	11,0	12,3	8,6	7,0	12,7	16,6	13,5	11,4	13,8
	4. Quartal	9,5	11,4	10,4	5,3	12,3	13,4	11,3	9,1	15,4
	1982 1. Quartal	10,1	10,7	11,7	6,0	.	.	.	.	17,6
In enger Abgrenzung <sup>3</sup>	1970-73 Durchschnitt	6,5	6,5	22,3	8,6	11,2	10,6	.	21,4	11,7
	1974-77 Durchschnitt	6,0	6,0	10,7	10,7	11,7	16,0	.	15,9	10,1
	1978-81 Durchschnitt	7,0	6,3	6,4	5,1	11,8	9,7	.	17,7	5,2
	1980 4. Quartal	7,3	7,3	-1,7	4,5	8,9	4,0	.	12,0	9,7
	1981 2. Quartal	10,1	7,4	3,0	1,7	11,3	10,2	.	12,1	8,8
	4. Quartal	5,0	2,2	9,2	-1,7	15,4	9,1	.	8,7 <sup>4</sup>	-4,1
	1982 1. Quartal	6,5	.	9,4	0,4	.	.	.	.	-0,4

<sup>1</sup> Im Falle Großbritanniens und Italiens berechnet auf der Basis von Quartalsendständen; Quartalsdurchschnitte bei den übrigen Ländern. <sup>2</sup> USA: M<sub>2</sub> (Spalte A) und M<sub>3</sub> (Spalte B); Japan: M<sub>2</sub> + CDs; Deutschland: M<sub>3</sub>; Frankreich, Italien und Kanada: M<sub>2</sub>; Großbritannien: Sterling-M<sub>3</sub> (Spalte A) und Liquidität des privaten Sektors - PSL<sub>2</sub> (Spalte B). <sup>3</sup> USA: M<sub>1</sub> (Spalte A) und M<sub>1</sub> bereinigt (Spalte B); übrige Länder: M<sub>1</sub>. In der bereinigten US-Geldmenge M<sub>1</sub> werden geschätzte Umschichtungen von Geldern aus (nicht in M<sub>1</sub> enthaltenen) Termin- und Spareinlagen auf die neu zugelassenen (in M<sub>1</sub> enthaltenen) verzinslichen NOW (negotiable order of withdrawal)-Konten berücksichtigt. <sup>4</sup> Einschließlich Schatzwechsel (M<sub>3</sub>): 16,3%.

Die Aufstellung von Geldmengenzielen bringt unter den gegenwärtigen Umständen mit sich, daß die Währungsbehörden dadurch, daß sie sich in Zeiten einer Rezession und eines beginnenden Aufschwungs dem üblichen Aufbau von Geldbeständen widersetzen, zu dem Anstieg der Zinsen beigetragen haben. 1980 war in den meisten großen Ländern die Wachstumsrate der Aggregate in weiter und enger Abgrenzung im Vergleich zu früher niedrig, obgleich dies teilweise auf Sonderinflüsse wie außenwirtschaftliche Defizite, finanzielle Neuerungen und sogar auf das hohe Zinsniveau zurückzuführen war. 1981 schwächte sich dann das Wachstum der weit definierten Gesamtgrößen in Deutschland weiter ab, beschleunigte sich hingegen in Japan und Frankreich, wo man den Restriktionskurs bewußt lockerte, um die wirtschaftliche Erholung zu stützen. Welche Bedeutung der unregelmäßigen und oft überraschend kräftigen Ausweitung von Sterling-M<sub>3</sub> in Großbritannien zukommt, ist wegen der auf den Arbeitskonflikt im Staatsdienst zurückzuführenden statistischen Verzerrungen schwieriger auszumachen.

In den USA verlief 1981 das Wachstum der einzelnen Geldaggregate sehr unterschiedlich. M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> expandierten über das Jahr gesehen kräftig, während sich das Wachstum von M<sub>1</sub> verlangsamte, insbesondere wenn man die geschätzte Umschichtung von Guthaben auf - 1981 landesweit zugelassene - NOW (negotiable order of withdrawal)-Konten berücksichtigt. Diese divergierende Entwicklung beruhte hauptsächlich auf einer deutlichen Zunahme der großen Termineinlagen, die nur in M<sub>3</sub> enthalten sind, und auf dem Wachstum - von \$ 76 auf 185 Mrd. - der Neuanlagen in Geldmarktfonds, die zwar in M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub>, aber nicht in M<sub>1</sub> enthalten sind. Das verhaltenere Wachstum von M<sub>1</sub>, das sich im Anschluß an Maßnahmen der Notenbank zur Verlangsamung der Zunahme der Bankenliquidität einstellte, dürfte durch eine Politik des knappen Geldes bedingt gewesen sein. Um die Jahres-

Reale Geldmenge und reales Bruttosozialprodukt  
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent\*



\* Auf der Basis von Quartalsdurchschnitten (Großbritannien: Quartalsendständen) der Geldmenge (USA und Frankreich: M<sub>2</sub>; Japan: M<sub>2</sub> + CDs; Deutschland und Italien: M<sub>3</sub>; Großbritannien: PSL<sub>2</sub>) deflationiert mit dem BSP/BIP-Preisindex. USA und Deutschland: Maßstab verdoppelt.

wende jedoch verfügten die Banken reichlicher über Liquidität, und das Wachstum von M<sub>1</sub> verstärkte sich im ersten Quartal 1982.

Da ein Teil des Wachstums der nominalen Geldbestände durch ein steigendes Preisniveau „absorbiert“ werden dürfte, sind Veränderungen der *realen Geldbestände* kennzeichnend dafür, welcher Finanzierungsspielraum für Produktionszuwächse gegeben ist. Schwankungen der realen Geldmenge sind deshalb häufig ein



verlässlicher Indikator sowohl der Schärfe der monetären Restriktion als auch der kurzzeitigen Entwicklung der realen Erzeugung. In Zeiten starker Veränderungen der Terms of trade kann zudem die reale Geldmenge, die ermittelt wird, indem man die Geldbestände mit dem Preisindex der Gesamtnachfrage oder des Sozialprodukts deflationiert, als Indikator dafür dienen, inwieweit relative Preisveränderungen „akkommodiert“ werden.

Als sich die Inflation zwischen 1978 und 1980 beschleunigte, ging das Realwachstum sowohl der weit als auch der eng definierten Geldaggregate noch vor einer Abschwächung der Produktion zurück. Gleichwohl gab es Unterschiede zum vorangegangenen Zyklus. Erstens verlief der Rückgang (namentlich in Japan und Großbritannien) im allgemeinen weniger steil, was teilweise auf die im Vergleich zur ersten Ölkrise schwächeren sekundären Inflationsauswirkungen zurückzuführen ist. Zweitens blieb das reale Geldmengenwachstum seit 1980, in starkem Gegensatz zu 1976, dem vergleichbaren Jahr nach der ersten Krise, niedrig oder negativ, wenn hier auch Japan und Großbritannien erneut etwas vom generellen Verlaufsmuster abweichen. Selbst wenn man demnach die von den meisten Ländern jüngst verzeichnete Verbesserung bei den Terms of trade berücksichtigt, weist die reale Geldmenge seit mindestens drei Jahren ein stark gebremstes Wachstum auf.

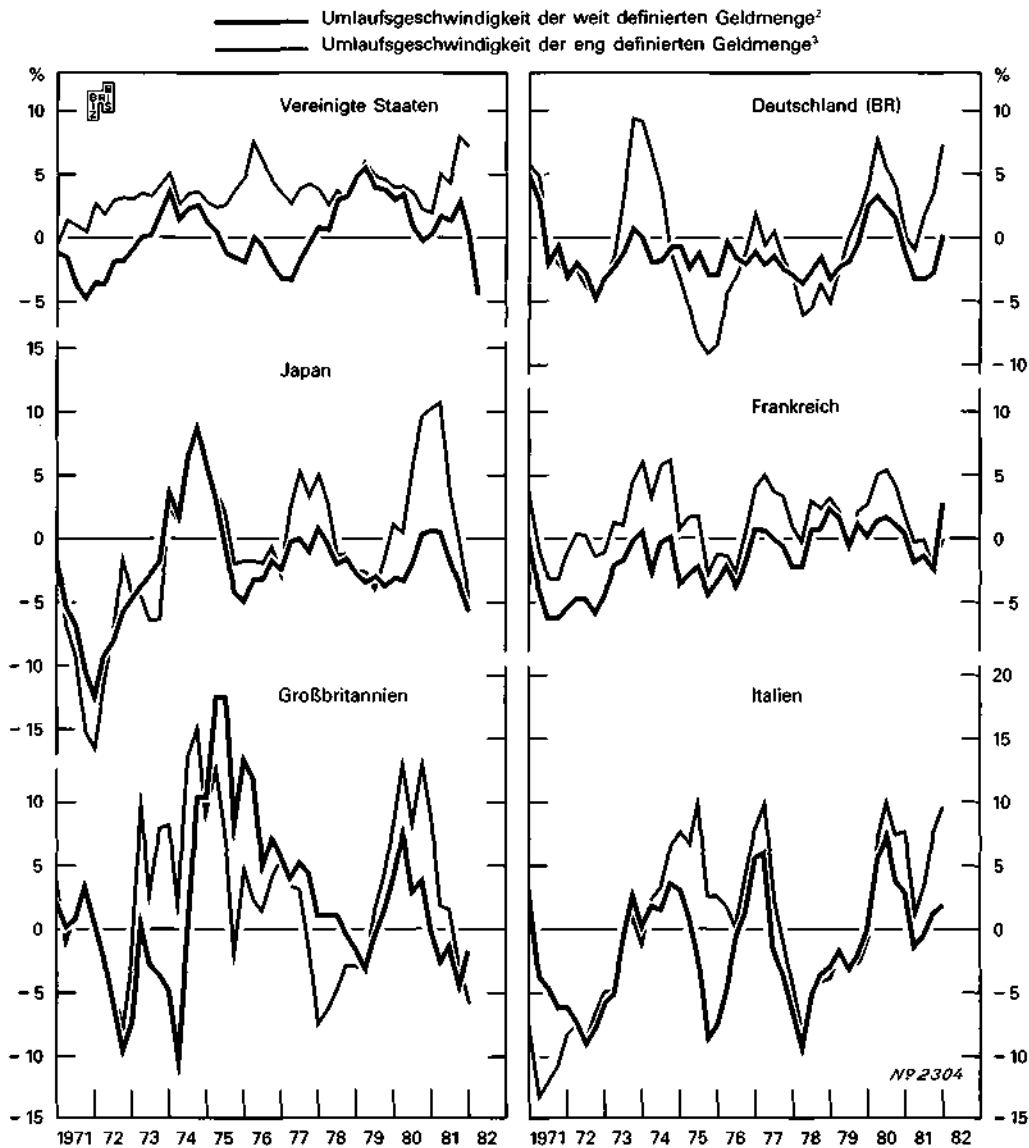
Dem 1981 ziemlich kräftigen Wachstum der realen Geldmenge in Japan steht ein geringes oder negatives Wachstum in mehreren anderen Ländern gegenüber. Mißt man die Veränderung der realen Geldbestände anhand des Deflators der Gesamtnachfrage, so ergibt sich (aufgrund der 1979/80 starken Verschlechterung der Terms of trade in Japan – s. Kapitel III) ein noch ausgeprägterer Unterschied. Dies läßt auf wirtschaftspolitische Divergenzen schließen, die durchaus mit denen zu vergleichen sind, auf die andere Anzeichen hindeuten.

Auch die Veränderung der *Umlaufgeschwindigkeit des Geldes* kann Aufschluß geben über Veränderungen von Angebot und Nachfrage nach Geld. In Japan und Großbritannien hat sich die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge in weiter Abgrenzung in den letzten Jahren stabilisiert. Andernorts hat es den Anschein, daß sich das übliche zyklische Verlaufsmuster der Umlaufgeschwindigkeit sowohl der weit wie der eng definierten Geldbestände sehr wenig verändert hat, wenn Maßnahmen zur Verstetigung der Aggregate ergriffen wurden.

In einigen Ländern erreichte die Umlaufgeschwindigkeit im Verlauf von 1979 und 1980 hohe, mit früheren Hochphasen vergleichbare Werte, die auf eine Straffung der Geldpolitik hindeuten. Dies galt für die USA, Deutschland und Frankreich bei den weit wie den eng definierten Aggregaten und für Japan und Großbritannien bei der Geldmenge in enger Abgrenzung. Als in der Folgezeit das Produktionswachstum stockte, bildete sich die Umlaufgeschwindigkeit nahezu auf ihren langfristigen Durchschnitt zurück und verblieb dort vielfach im vergangenen Jahr.

In den USA stieg vor dem Hintergrund sehr hoher Zinsen die Umlaufgeschwindigkeit der (um Umschichtungen bereinigten) Geldmenge M1 im vierten Quartal 1981 mit einer gemessen an früher sehr beträchtlichen Rate. Da sich eine Temposteigerung von dieser Größenordnung wohl nicht mehr wiederholen dürfte, setzt jegliches Bestreben, die monetären Aggregate während des erwarteten Wirt-

Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit der Geldbestände  
in weiter und enger Abgrenzung<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Auf der Basis prozentualer Veränderungen gegenüber dem Vorjahr. Die Zahlen zur Geldmenge sind bei Großbritannien Quartalsendstände und Quartalsdurchschnitte bei den übrigen Ländern. <sup>2</sup> USA und Frankreich: M<sub>2</sub>; Japan: M<sub>2</sub> + CDs; Deutschland und Italien: M<sub>3</sub>; Großbritannien: PSL<sub>2</sub>. <sup>3</sup> USA: M<sub>1</sub> bereinigt um Umschichtungen; übrige Länder: M<sub>1</sub>.

schaftsaufschwungs in etwa auf dem vorgegebenen Wachstumspfad zu halten, von vornherein gute Fortschritte bei der Senkung der Preissteigerungsrate voraus.

In vielen Industrieländern wuchsen 1980 die gesamten *Bankkredite* an die inländische Wirtschaft merklich langsamer und expandierten im vergangenen Jahr nur wenig. Das Tempo der Bankausleihungen an den privaten Sektor erhöhte sich ein wenig in den USA und Japan, schwächte sich aber in Belgien, Deutschland, den

Niederlanden, Italien und Schweden weiter ab. In Großbritannien, wo zuvor die Verlangsamung recht ausgeprägt war, belebte sich die Kreditfähigkeit im Frühjahr 1981 merklich, was teilweise darauf zurückzuführen war, daß der auf die Banken entfallende Anteil der Hypothekenausleihungen an den privaten Sektor zunahm. In Japan, Frankreich und Großbritannien stieg 1981 die Kreditvergabe stärker als das gesamtwirtschaftliche Preisniveau; in den anderen Ländern hielt hingegen die Kreditexpansion kaum Schritt mit der Inflationsrate oder blieb sogar hinter dieser zurück.

Bankensystem – Kredite an Unternehmen und Privatpersonen sowie gesamte Inlandskredite<sup>1</sup>

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	Veränderung im Dezember gegen Vorjahr in Prozent									
<b>Kredite an Unternehmen und Privatpersonen</b>										
USA .....	17,3	19,5	11,6	-0,2	7,0	13,3	15,1	13,7	6,7	9,8
Japan .....	25,7	18,4	12,5	12,0	11,5	8,8	10,1	7,9	8,3	9,3
Deutschland (BR) .....	16,0	10,9	6,5	5,2	8,9	9,0	10,7	12,1	9,7	7,2
Frankreich .....	25,1	19,6	18,1	11,9	15,4	13,7	10,7	15,5	16,2	15,2
Großbritannien .....	49,5	34,7	18,7	-0,4	13,4	12,1	14,0	19,4	18,2	17,5
Italien .....	17,7	17,6	20,4	15,0	22,4	16,4	16,4	21,6	18,0	12,0
Belgien .....	22,1	20,4	10,4	18,2	15,3	18,0	12,2	17,3	8,2	7,7
Niederlande .....	17,9	27,8	20,5	12,2	27,6	21,1	22,1	15,8	10,2	5,4
Schweden .....	10,6	12,1	11,8	12,4	11,9	13,3	11,9	13,4	11,6	10,5
<b>Gesamte Inlandskredite<sup>2</sup></b>										
USA .....	12,0	13,8	9,3	5,5	9,0	9,5	10,8	12,3	8,6	8,3
Japan .....	25,2	17,1	15,1	16,7	13,7	10,6	13,7	8,4	8,4	10,0
Deutschland (BR) .....	14,6	11,1	7,7	10,5	10,2	9,5	11,6	11,5	9,3	9,0
Frankreich .....	21,0	15,7	18,3	15,7	15,4	12,2	9,9	14,9	14,2	16,2
Großbritannien .....	23,7	29,1	14,9	9,4	11,7	12,1	9,2	14,5	15,3	14,7
Italien .....	21,2	22,6	22,6	22,6	22,4	18,5	21,7	20,6	21,4	18,3
Belgien .....	18,5	17,1	10,1	13,6	15,4	13,6	11,5	15,8	12,2	10,4
Niederlande .....	11,2	18,7	15,3	14,2	25,1	18,2	20,4	16,7	10,6	6,0
Schweden .....	11,5	10,8	13,5	13,3	8,9	14,8	18,5	19,2	19,7	18,4

<sup>1</sup> Auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (ausstehende Forderungen und Verbindlichkeiten) für die USA und der konsolidierten Bilanz des Bankensystems für die übrigen Länder. Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Kredite des Bankensystems (einschließlich der Notenbank) an den inländischen privaten und öffentlichen Sektor.

Veränderungen der Kreditvergabe für sich betrachtet oder in Relation zu den monetären Gesamtgrößen werden indes häufiger durch Zahlungsbilanzentwicklungen und weniger durch geldpolitische Maßnahmen beeinflusst. In ähnlicher Weise spiegelt die Kreditvergabe an die verschiedenen Sektoren häufig eher Veränderungen der Nachfrage als der Bereitstellung von Kredit wider. So folgt die Kreditaufnahme des privaten Sektors häufig dem Wirtschaftsverlauf, wenn auch weniger stetig bei Bestehen direkter Kontrollen, sowie den Entscheidungen der Unternehmen bezüglich der Anlage- und Vorratsinvestitionen. Trotzdem kann man durch einen Vergleich der Kreditgewährung an die einzelnen Sektoren während gleicher Konjunkturphasen Aufschluß darüber erhalten, ob hohe Zinsen die Kreditnachfrage beeinflussen oder ob die schlechte finanzielle Lage gewisser Sektoren die Kreditnachfrage als Ganzes und den Druck auf die Zinsen steigen läßt. So gesehen ergibt sich, daß 1981 die private Kreditnachfrage in den USA und Großbritannien ungewöhnlich

kräftig war, denn ihre Wachstumsrate übertraf die der gesamten Inlandskredite und war weit höher als 1975/76. Demgegenüber scheint die private Kreditnachfrage in Deutschland, Italien, Belgien, den Niederlanden und Schweden schwach gewesen zu sein, während Japan und Frankreich, wo das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor in etwa dem der gesamten Ausleihungen und auch der 1975/76 verzeichneten Zunahme entsprach, eine mittlere Position einnehmen. Im nachfolgenden Abschnitt werden diese Trends eingehender analysiert.

### **Finanzierungspositionen des privaten Sektors und Kreditmärkte**

In den USA waren weder der Rückgang der Wirtschaftsaktivität Anfang 1980 noch die Rezession des vergangenen Jahres von der üblichen Konsolidierung der Unternehmensbilanzen begleitet. Statt deutlich zurückzugehen, erhöhte sich sogar 1981 das Finanzierungsdefizit der Unternehmen, nachdem sich die Investitionen insbesondere im Bereich hochentwickelter Technologien und im Energiesektor als verhältnismäßig zinsrobust erwiesen. Da mit nachlassender Teuerungsrate die Unternehmenserträge unter Druck kamen, scheint es daher mitunter zu erheblichen, durch finanzielle Schwierigkeiten motivierten Kreditaufnahmen der Unternehmen gekommen zu sein. Während sich jedoch die Nachfrage nach Bankkrediten in bezug auf das Zinsniveau als weniger elastisch erwies, als man hätte annehmen können, reagierte sie offenbar auf das Zinsgefüge. Eine weitverbreitete Meßgröße für die gesamten kurzfristigen Unternehmenskredite, in der die meisten Geldmarktpapiere enthalten sind, stieg kräftig um 15%. Zudem war jede beginnende Erholung am Rentenmarkt von einem Anstieg des Volumens neu begebener Industrieobligationen begleitet, wobei der Sektor sein Geldvermögen aufbaute. Diese Aufstockung war indes gering, gemessen an den Investitionen und der Neuverschuldung der Unternehmen im kurzfristigen Bereich, so daß sich die Finanzierungsposition der Unternehmen zumeist weiter verschlechterte. Seit vielen Jahren nimmt die Neigung zu kurzfristiger Verschuldung zu, was durch steuerliche Anreize zur Kreditaufnahme und wohl auch durch das Unvermögen der Unternehmer bedingt ist, den Anstieg der langfristigen Zinsen vorauszusehen. Die Bilanzen sind inzwischen derart verzerrt, daß zahlreiche Unternehmen beim ersten Anzeichen eines Zinsrückgangs ihre Verbindlichkeiten konsolidieren müssen.

In Großbritannien hat sich anscheinend die finanzielle Lage der gewerblichen Wirtschaft im vergangenen Jahr verbessert, nachdem die Unternehmen ihre Lagerbestände und ihre Belegschaft abbauten. Die Aktienemissionen erreichten ein seit vielen Jahren nicht mehr verzeichnetes Volumen, und die Anlageinvestitionen der Unternehmen hielten sich 1980/81 auf einem besseren Niveau, als dies 1975 der Fall gewesen war. Die gutgehaltene Investitionstätigkeit liefert eine Erklärung für die weiterhin starke Kreditnachfrage der Wirtschaft; gleichzeitig jedoch blieb die Finanzierungsposition der Unternehmen im Grunde schwach, wenn auch eine Verbesserung erkennbar war. Trotz Produktivitätssteigerungen sind die Erträge sehr tief gesunken, wobei die Kosten von Werksschließungen und Sozialplänen im Zuge von Entlassungen zu einer Auszehrung der Kapitalanteile der Aktionäre geführt haben müssen. Hinzu kommt, daß sich in den insgesamt verbesserten Unternehmensbilanzen wohl weitgehend die Ölförderung in der Nordsee niederschlägt, während

die verarbeitenden Industrien eine starke Gewinnkompression verzeichneten. Und schließlich konnten zwar zahlreiche Unternehmen durch Sparmaßnahmen ihre Liquidität erhöhen, doch spielten hier weitgehend lagerzyklische Einflüsse eine Rolle, und als der Lagerabbau im zweiten Halbjahr 1981 zum Stillstand kam, geriet der Unternehmenssektor wieder in ein Finanzierungsdefizit.

In Japan, wo sich die Ertragssituation der Unternehmen in den letzten Jahren verbessert hat, ging das Finanzierungsdefizit dieses Sektors im vergangenen Jahr deutlich zurück. Die Unternehmen setzten ihre Geldvermögensbildung fort, nahmen weiter Finanzierungsmittel bei den Kreditinstituten auf und beanspruchten auch beträchtlich den Renten- und Aktienmarkt. In Deutschland schwächte sich zwar die Eigenfinanzierungskraft der Unternehmen im vergangenen Jahr ab, doch verbesserte sich ihre Finanzierungsposition infolge geringerer Investitionen und höherer Geldvermögensbildung.

Außerhalb des Unternehmenssektors flaute in den USA die Kreditnachfrage der privaten Haushalte im letzten Jahr ziemlich stark ab, was weitgehend auf die schwache Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten zurückzuführen war. In Großbritannien nahmen die Hypothekenausleihungen der Banken stark zu, teilweise jedoch als Kompensation für rückläufige Ausleihungen anderer Kreditgeber. Angesichts des sehr schwachen Wohnungsbaus kann man annehmen, daß die privaten Haushalte Kredite zur Aufrechterhaltung ihrer Verbrauchsausgaben aufnahmen. In Deutschland und Japan scheint die Neuverschuldung der privaten Haushalte (einschließlich Wohnungsbau) eher verhalten gewesen zu sein.

### **Öffentlicher Finanzierungsbedarf und Finanzmärkte**

Ein weiteres Merkmal der Kreditentwicklung bestand darin, daß die Ausleihungen an öffentliche Haushalte, die 1975 bei schwächerer privater Kreditnachfrage stark emporgeschnellt waren, im letzten Jahr bei weitem nicht so viel zur Dynamik der gesamten Bankkredite beitrugen, wobei Schweden eine wichtige Ausnahme bildete. Vielfach schlagen sich hierin die energischen Bemühungen der letzten Jahre nieder, den staatlichen Finanzierungsbedarf möglichst außerhalb des Bankensystems zu decken. Daraus wird einsichtig, warum so häufig der laufende und zukünftige Finanzierungsbedarf des Staates als Erklärung für das hohe Realzinsniveau herangezogen wird, obwohl in einigen Ländern aufgrund von Kreditaufnahmen des Staates im Ausland dessen Einfluß auf die Zinsen geringer und der auf das Geldmengenwachstum entsprechend größer war. Die nachstehende Tabelle enthält Angaben, die verdeutlichen, welches Ausmaß in den letzten Jahren die staatliche Kreditfinanzierung in vielen Ländern in Relation zu Sozialprodukt, Kreditmärkten und Gesamtverschuldung angenommen hat. Darüber hinaus wird in der Tabelle auf S. 22 das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in ein Verhältnis zur privaten Bruttoersparnis gesetzt. Aus der Tabelle geht freilich nicht hervor, daß in einigen Ländern möglicherweise ein weiterer starker Anstieg zu erwarten ist. Hier könnte es sich um den wichtigsten Einflußfaktor bei den öffentlichen Defiziten handeln, insbesondere in den USA, wobei einige Auswirkungen im Kapitel II erörtert sind. Hüten muß man sich freilich vor Vergleichen zwischen Ländern mit unterschiedlichen institutionellen Strukturen.

Öffentliche Kreditaufnahme und Verschuldung<sup>1</sup>

	Zentralstaat					Öffentliche Haushalte				
	1973	1975	1979	1980	1981	1973	1975	1979	1980	1981
<b>Finanzierungsbedarf<sup>2</sup></b>	in Prozent des Bruttosozialprodukts									
USA .....	0,8	5,3	1,5	3,1	2,9	1,2	6,2	2,1	3,7	3,2
Japan .....	1,5	2,7	5,3	5,8	5,6	3,6	5,1	7,7	8,0	7,7
Deutschland (BR) .....	0,3	3,3	1,9	1,9	2,6	0,1	6,6	3,4	3,8	4,8
Frankreich .....	- 0,6	3,0	1,2	1,4	2,0	-0,9	2,2	0,6	-0,4	1,6
Großbritannien .....	3,2	8,0	5,4	4,9	4,1	5,0	9,5	6,3	5,7	4,5
Italien .....	8,4	11,6	11,2	10,6	12,5	10,3	14,2	11,8	10,9	13,2
Belgien .....	4,0	5,8	8,0	9,8	13,9	5,2	6,5	9,1	12,1	16,3
Niederlande .....	- 0,3	3,1	4,2	4,6	6,0	1,4	4,8	4,8	6,5	7,4
<b>Kreditmarktneuverschuldung<sup>3</sup></b>	in Prozent der Kreditmarktneuverschuldung aller inländischen nichtfinanziellen Sektoren									
USA .....	4,2	42,6	10,2	23,1	24,1	11,4	49,1	14,4	26,9	26,8
Japan .....	5,1	11,2	25,8	27,2	25,2	12,8	21,1	38,0	37,4	34,6
Deutschland (BR) .....	5,5	31,3	14,0	16,1	21,6	17,2	57,6	23,9	29,6	40,6
Frankreich .....	- 9,3	17,3	6,4	7,1	12,1	1,1	26,8	14,2	11,6	18,2
Großbritannien .....	20,6	54,2	38,9	36,1	25,4	28,3	63,3	44,2	42,5	28,8
Italien .....	33,3	45,5	52,5	51,9	56,9	41,1	55,7	55,5	53,3	60,1
Belgien .....	31,0	41,2	41,6	48,2	52,3	40,0	46,4	48,3	63,9	68,4
<b>Ausstehende Kreditmarktschulden<sup>4</sup></b>	in Prozent der ausstehenden Kreditmarktschulden aller inländischen nichtfinanziellen Sektoren									
USA .....	18,2	19,5	18,5	19,0	19,4	26,9	28,3	25,6	25,8	25,8
Japan .....	4,4	5,7	13,2	15,1	16,2	10,5	13,0	22,2	24,2	25,4
Deutschland (BR) .....	4,5	7,7	11,2	11,7	12,6	18,0	22,7	25,3	25,7	27,1
Großbritannien .....	34,6	38,0	38,5	41,0	.	46,1	49,5	47,6	49,6	.
Italien .....	33,6	37,0	47,5	48,3	.	42,2	44,7	51,9	52,1	.
<b>Nachrichtlich:</b>	Inländische nichtfinanzielle Sektoren insgesamt									
	Kreditmarktneuverschuldung					Ausstehende Kreditmarktschulden				
	in Prozent des Bruttosozialprodukts									
USA .....	14,8	12,9	15,2	13,0	12,4	159,7	163,3	167,9	169,2	167,2
Japan .....	28,2	24,0	20,3	21,4	22,2	155,4	160,3	180,7	189,5	201,3
Deutschland (BR) .....	10,1	10,9	12,9	12,5	12,1	102,2	109,2	120,8	125,0	132,4
Frankreich .....	11,6	15,7	13,3	11,9	15,8	.	.	.	.	.
Großbritannien .....	18,2	13,5	16,5	14,5	13,9	132,0	115,5	105,7	104,3	.
Italien .....	24,8	25,6	20,9	20,0	20,9	137,4	144,4	130,3	124,0	.
Belgien .....	13,7	14,2	16,1	14,8	15,1	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Eigene Schätzungen auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die sich konzeptmäßig von Land zu Land unterscheiden.  
<sup>2</sup> Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Weiterverleihungen. Öffentliche Haushalte in Frankreich: Nettoausleihungen (-). Auf der Basis von Zahlen der Finanzstatistik und der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung.  
<sup>3</sup> Im Prinzip Verschuldung in Landeswährung bei anderen Sektoren in Form von Wertpapieremissionen und Kreditaufnahmen bei Banken. Hauptsächlich auf der Basis von Zahlen der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung.  
<sup>4</sup> Ohne Aktienemissionen. USA, Deutschland und Japan: ausstehende Verbindlichkeiten, den Kreditströmen entsprechend. Übrige Länder: teilweise auf der Basis unterschiedlicher Zahlenquellen.

Der Finanzierungsbedarf ergibt sich aus dem Defizit des Staatskontos und aus der öffentlichen Darlehensvergabe für wirtschaftspolitische Zwecke. Er entspricht gewöhnlich der gesamten Bruttoneuverschuldung bereinigt um Veränderungen der Kassenbestände. Diese Größen geben die Verschlechterung der Haushaltslage wieder, die Mitte der siebziger Jahre in allen größeren Industrieländern stattfand, sowie die darauffolgende verhältnismäßig bescheidene Konsolidierung, bevor dann vor kurzem eine neue Verschlechterung eintrat. Unterschiedlich präsentiert sich die Entwicklung in Belgien und den Niederlanden, wo der Finanzierungsbedarf Jahr für Jahr kontinuierlich anstieg, sowie in Großbritannien, wo er gemessen am Bruttosozialprodukt in jedem der beiden letzten Jahre zurückging. Italien und

Frankreich verzeichneten im letzten Jahr einen ziemlich großen Anstieg. In Frankreich sind weitere Zunahmen zu erwarten, doch dürfte der Finanzierungsbedarf gemessen am Bruttosozialprodukt vergleichsweise klein bleiben. Beim US-Bundeshaushalt könnte die Defizitquote in den kommenden Jahren deutlich steigen, je nachdem, wie sich Produktion, Preise und Zinsen entwickeln und ob weitere Korrekturmaßnahmen ergriffen werden.

Der Anteil der staatlichen Bruttoneuverschuldung an den insgesamt von den inländischen nichtfinanziellen Sektoren aufgenommenen Kreditmarktmitteln (ohne die meisten im Ausland aufgenommenen Finanzierungsmittel) bestätigt das Übergewicht, das der Staat auf seinen eigenen Märkten hat, wenn auch einige der von ihm aufgenommenen Gelder an die private Wirtschaft weitergeliehen werden. In vielen Ländern ragen die Spitzenwerte des Jahres 1975 hervor, doch war dies ein Jahr, in dem die private Kreditnachfrage einbrach, so daß der Markt insgesamt ziemlich wenig beansprucht wurde. 1975 stieg auch die Sparquote der privaten Haushalte, was die Geldvermögensbildung des privaten Sektors begünstigte, so daß der Anstieg der staatlichen Neuverschuldung in Relation zur Bruttofinanzersparnis des privaten Sektors etwas weniger ausgeprägt war. In der gegenwärtigen Rezession hat sich nichts abgespielt, das mit diesen beiden Vorgängen vergleichbar wäre, wobei unterstellt wird, daß die Erholung der Weltwirtschaft nunmehr, wenn auch langsam, in Gang kommt.

Eine weitere beunruhigende Tatsache ist, daß die staatliche Inanspruchnahme der Kreditmärkte, die 1975 zugenommen hatte, in den folgenden Jahren recht hoch blieb. Die Regierungen ergriffen nur zögernd Maßnahmen, um zu verhindern, daß der hohe Finanzierungsbedarf struktureller Natur wird, wobei die Konsolidierungsbemühungen in Großbritannien eine bemerkenswerte Ausnahme bilden. Im Jahre 1979, einem Jahr mit vergleichsweise hoher Wirtschaftsaktivität bei freilich neuen Ölpreissteigerungen, lag die staatliche Kreditaufnahme gemessen an der gesamten Neuverschuldung und der privaten Ersparnis überall viel höher als 1973. In einigen Ländern hat auch die relativ schnelle Zunahme der öffentlichen Gesamtschuld (in Deutschland und Japan von einem niedrigen Niveau aus) eine beträchtliche Umschichtung der privaten Portfoliobestände erforderlich gemacht.

In den USA hatten 1981 die öffentlichen Haushalte unter Einschluß der Mittelaufnahme der staatlich geförderten Kreditunternehmen einen Nettoanteil von über 30% an der gesamten Kreditmarktneuverschuldung der inländischen finanziellen und nichtfinanziellen Sektoren. In einigen europäischen Ländern spielen staatliche Geldinstitute ebenfalls eine bedeutende Rolle am Kreditmarkt, und in Japan entfiel 1980 nahezu die Hälfte der im Inland aufgenommenen Finanzierungsmittel auf die Kreditaufnahme des nichtfinanziellen öffentlichen Sektors einschließlich der Wertpapieremissionen der öffentlichen Geldinstitute.

Es gab auch Unterschiede in der Struktur von Ersparnis und Geldvermögensbildung. Die Nettofinanzersparnis der privaten Haushalte ist in den USA schon immer sehr viel niedriger gewesen als anderswo. Dies kommt in einer relativ geringen Geldvermögensbildung und in einer hohen Kreditaufnahme zum Ausdruck. Mangels einer größeren Zunahme der Ersparnis der privaten Haushalte müssen folglich

Nettofinanzersparnis<sup>1</sup>

	Staats- und Unternehmenssektor <sup>2</sup>						Private Haushalte <sup>3</sup>					
	1973	1975	1978	1979	1980	1981	1973	1975	1978	1979	1980	1981
	in Prozent des Bruttosozialprodukts											
USA .....	- 3,9	- 3,7	- 2,0	- 1,5	- 2,3	- 2,3	3,1	4,1	0,6	0,8	2,1	2,3
Japan .....	-10,5	-11,4	-10,1	-11,1	-10,4	-10,7	8,8	10,5	11,1	9,2	8,3	13,1
Deutschland (BR) ..	- 2,6	- 6,9	- 2,7	- 4,9	- 6,4	- 6,6	3,4	7,0	3,2	3,1	3,5	3,6
Frankreich .....	- 4,2	- 5,9	- 5,3	- 4,3	- 4,8	- 6,1	3,5	5,7	5,2	3,6	2,8	3,7
Großbritannien ..	- 5,8	- 7,2	- 4,4	- 5,7	- 5,4	- 3,7	3,2	5,4	5,5	6,5	7,9	6,5
Italien .....	-18,0	-20,2	-13,9	-12,6	-15,1	-18,3	16,0	16,7	16,2	14,9	11,4	12,9
Niederlande .....	- 7,8	- 8,4	- 9,7	-10,0	-10,7	- 7,1	11,7	10,8	8,8	8,5	9,0	9,4

<sup>1</sup> Auf der Basis von Zahlen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. <sup>2</sup> Einschließlich öffentlicher Unternehmen. Japan, Frankreich und Großbritannien: ausschließlich Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit. <sup>3</sup> Japan, Frankreich und Großbritannien: einschließlich Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit.

die im Inland für die Finanzierung der zusammengefaßten Defizite von Staat und Wirtschaft vorhandenen Mittel begrenzt bleiben.

In dem Bestreben, den Einfluß der öffentlichen Haushaltsdefizite auf die Geldmengenexpansion zu begrenzen, versuchten die Regierungen, die Techniken für deren Finanzierung zu diversifizieren. In einigen Ländern sind die öffentlichen Stellen inzwischen faktisch die einzigen Kreditnehmer am langfristigen Kapitalmarkt. Die dort hohen Zinsen haben nicht nur die Unternehmen an das kurze Ende des Marktes gedrängt, was die inverse Zinsstruktur teilweise erklärt, sondern sie dürften inzwischen auch eher widerspiegeln, was der Staat an Zinsen zu zahlen bereit ist, und nicht so sehr die Ertrags- und Inflationserwartungen der Unternehmen. In Großbritannien überstieg die zumeist langfristige Mittelaufnahme der zentralen Haushalte außerhalb des Bankensektors bei weitem den Finanzierungsbedarf im vergangenen Jahr, während sich die private Kreditnachfrage stark auf den Markt für kurzfristiges Kapital konzentrierte. Angesichts dieser ungewöhnlichen Situation erwarb die Bank von England hohe Beträge von privaten Wechseln. In einer Reihe von Ländern, so etwa in Großbritannien und Italien, wurden auch Maßnahmen ergriffen, um den langfristigen Markt vom Druck der staatlichen Kreditaufnahme zu entlasten, darunter eine Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeiten, die Emission von Wertpapieren mit variablem Zinssatz und die Einführung von indexierten Schuldverschreibungen. In einigen Ländern, so in Belgien, Schweden und Dänemark, hat der Staat in hohem Umfang Kredite im Ausland aufgenommen.

All diese Verfahren sind ihrem Wesen nach Notbehelfe, die eigene Probleme schaffen. Zu hohe öffentliche Haushaltsdefizite müssen zwangsläufig die Zinsen nach oben treiben – entweder direkt, wenn eine überhöhte Finanzierung über Geldschöpfung nicht in Frage kommt, oder durch ihren Einfluß auf die Inflationserwartungen und, sofern vorhanden, die Risikoprämie. Hinzu kommt, daß eine öffentliche Kreditaufnahme im Ausland zwar keinen direkten Einfluß auf das inländische Zinsniveau hat, dagegen aber den Wechselkurs hochtreiben und damit die Wettbewerbsposition der Wirtschaft schwächen kann. Letztlich kann diesen Belastungen nur mittels einer Rückführung des Finanzierungsbedarfs selbst begegnet werden.



## Deregulation und finanzielle Neuerungen

In den vorangegangenen Abschnitten wurde als Erklärung für die Zinsentwicklung auf den Einfluß der Geldpolitik, der privaten Kreditnachfrage und der öffentlichen Haushaltsdefizite insbesondere in den USA hingewiesen. Ein weiterer die Zinsentwicklung und auch – wie unten dargelegt – die Geldaggregate beeinflussender Faktor war dort der allmähliche Abbau von Regulationen an den Kreditmärkten sowie finanzielle Neuerungen seit Mitte der sechziger Jahre. Während früher für Zinsen auf sämtlichen Termin- und Spareinlagen bei Banken und Sparinstituten Obergrenzen bestanden, wurden diese anfangs der siebziger Jahre für große Termineinlagen aufgehoben. In der Zeit von Juni 1978 bis Oktober 1981 wurden für verschiedene Arten von Termineinlagen flexible Zinsplafonds eingerichtet, die den wechselnden Renditen von Staatsanleihen angepaßt wurden. 1980 und 1981 wurden dann auch verschiedene Arten von Zinsobergrenzen für Darlehen von Kreditinstituten abgeschafft.

Der Abbau administrativer Regelungen hat die Zinsentwicklung im Zusammenspiel mit den einsetzenden finanziellen Neuerungen in unterschiedlicher Weise beeinflusst. Zum einen reagierten die Banken früher auf eine Anspannung ihrer Liquidität mit Wertpapierverkäufen und einer Rationierung ihrer Kundenkredite, während sie sich in den letzten Jahren dadurch neue Mittel für Kredite beschaffen konnten, daß sie in einen erbitterten Zinswettbewerb um Einlagen (mittels „liability management“) traten und die Kreditzinsen sehr viel stärker als früher erhöhten. Die Fähigkeit der Sparinstitute, sich zu entsprechenden Kosten Mittel zu beschaffen, sowie die Zulassung eines variabel gestalteten Hypothekarzinses bewirkten zudem, daß das Mittelangebot für die Wohnungsbaufinanzierung nicht wie in Zeiten früherer Kreditverknappung plötzlich ausblieb. Und ganz allgemein mag durch die Konkurrenz von neueren Arten von Geldinstituten und Finanzierungsinstrumenten sowie durch das zinsbewußtere Publikum der Prozeß der Zinsfreigabe gefördert worden sein. Alles in allem gesehen haben regulative und andere Änderungen zweifellos eine effizientere Allokation am Kreditmarkt bewirkt und dazu beigetragen, die traditionellen Sparinstitute vor einem massiven Einlagenabzug zu bewahren. Allerdings haben diese Veränderungen auch zu dem ungewöhnlich hohen Zinsniveau beigetragen, indem sie dem Preismechanismus eine größere Rolle bei der Bestimmung des Kreditvolumens einräumten.

Da zweitens für immer mehr Geldanlagen und Transaktionsguthaben markt-nahe Zinssätze gelten, nimmt die Zinsreagibilität der Geldaggregate tendenziell ab. In den USA scheint dieser Vorgang zu einem erheblichen Teil für das 1981 unterschiedliche Wachstum von M1 und der umfassenderen Aggregate verantwortlich zu sein und hat ganz allgemein zur Folge, daß die Steuerung der Geldbestände von höheren und variableren Nominalzinsen begleitet wird.

Drittens scheint das größere Vertrauen auf den Preismechanismus im Verein mit stärker schwankenden Zinsen das Risiko der Kreditvermittlung zumindest vorübergehend erhöht zu haben. Dies dürfte teilweise die hohen, langfristigen Zinsen und vielleicht auch die größere Spanne zwischen Einlagen- und Kreditzinsen erklären.

Aus institutionellen Gründen sind Deregulationen und finanzielle Neuerungen in den USA am weitesten gegangen, aber auch andernorts wurde mehr den Marktkräften vertraut. Aufgrund der Zinsreagibilität der internationalen Kapitalströme haben sich die Veränderungen in den USA zum Teil auch in anderen Ländern ausgewirkt.

### **Inflationserwartungen, Risikoprämie und andere Faktoren**

Eine umfassende Erklärung für das hohe Zinsniveau der jüngsten Zeit läßt sich nur finden, wenn man auch die Inflationsmentalität berücksichtigt, die sich über die Jahre verfestigt hat. Zweifellos haben sich nicht nur die Einstellungen der Kreditnehmer und -geber, sondern auch die der Wirtschaftssubjekte auf den Güter- und Arbeitsmärkten beträchtlich gewandelt. Wechselnden Inflationserwartungen ist indes ein hohes Trägheitsmoment eigen, so daß man bei der Einschätzung ihres Einflusses auf die Nominalzinsen besser zwei Phasen unterscheidet. Während der ersten wurde die zunehmende Inflationsdynamik der späten sechziger und frühen siebziger Jahre offenbar nicht in ihrem vollen Ausmaß vorhergesehen, mit der Folge, daß die Inflationserwartungen hinter den tatsächlichen Teuerungsraten zurückblieben und sich in den meisten Ländern im nachhinein der Realzins während dieses Zeitraums als negativ erwies. Während der zweiten, weniger weit zurückliegenden Phase scheinen hingegen die Inflationserwartungen über der tatsächlichen Geldentwertung gelegen zu haben, worin sich eine weitverbreitete Sorge niederschlug, daß die Inflationsrate zukünftig hoch bleiben oder erneut anziehen könnte. Dies hat, wie weiter oben erwähnt, ex post betrachtet zu dem gegenwärtig sehr hohen und positiven Realzins geführt. Rückblickend überrascht vielleicht nicht, daß sich auch hier die Inflationserwartungen wieder nur zögernd angepaßt haben. In den USA beispielsweise hat sich die Preissteigerungsrate seit Ende des Zweiten Weltkriegs mit jedem Konjunkturzyklus erhöht, und bis vor kurzem haben die Nominallöhne in den meisten Ländern nur langsam auf die geldpolitische Restriktion reagiert. Hinzu kommt, daß es einigen Ländern zwar gelungen ist, den Preisanstieg über steigende Wechselkurse zu bremsen, gleichwohl aber die Inflationsrate überall variabel und hoch blieb. Schließlich, dies ist vielleicht am wichtigsten, ist die Erinnerung an die Politik des „Stop-and-Go“ der Vergangenheit noch immer lebendig, und die möglichen inflationären Folgen der Haushaltsdefizite sind jedermann bewußt.

Bemerkenswert ist auch, daß die Zinsen in den vergangenen Jahren variabler waren als die Inflationsrate. Die Inhaber festverzinslicher Wertpapiere erlitten hohe Kapitalverluste, und die Kreditnehmer verzeichneten hohe Kapitalgewinne. Unter diesen Umständen sind die Kapitalgeber nicht bereit, sich langfristig zu binden, ohne für die erkennbaren Risiken einen Ausgleich zu erhalten. Daher dürften nunmehr die langfristigen Zinsen eine substantielle Risiko- und Liquiditätsprämie enthalten. Diese könnte mit sinkenden Teuerungsraten kleiner werden, aber selbst dann wird sie wohl nicht verschwinden, es sei denn, die Anleger haben ein sehr kurzes Gedächtnis.

Schließlich mag der Einfluß der Inflationserwartungen auf die Zinsen durch die steuerliche Absetzbarkeit der Zinskosten vom Einkommen verstärkt worden

sein. Dies gilt überall für den Unternehmenssektor, in den USA und in einigen anderen Ländern aber auch für die privaten Haushalte. Wenn diese Möglichkeit auch nicht neu ist, so liefert sie doch eine Erklärung dafür, warum der steuerlich abzugsfähige Nominalzins stärker als die Inflationsrate steigen sollte. In den letzten Jahren ist man sich zunehmend der Bedeutung bewußt geworden, die Berechnungen auf der Basis von Realkosten und -erträgen nach Steuern zumindest für einige Schuldner und Kreditgeber haben.

### **Strukturelle Auswirkungen hoher und variabler Zinsen**

Sollte der Realzins hoch bleiben, ist mit Sicherheit zu erwarten, daß Investitionen und Wirtschaftswachstum niedriger bleiben werden, als dies sonst der Fall wäre. Erfahrungsgemäß beeinflussen hohe Realzinsen besonders stark den Wohnungsbau und andere Investitionsvorhaben mit langer Nutzungsdauer. Und selbst vorübergehend hohe kurzfristige Zinsen stellen Handelsunternehmen, die hohe Lagerbestände zu finanzieren haben, sowie kleine gewerbliche und landwirtschaftliche Betriebe, die gewöhnlich kurzfristig stark verschuldet sind, vor besondere Probleme.

In einigen Ländern hat die Zinslast die Schwierigkeiten nichtfinanzieller Unternehmen in Industriebereichen mit strukturellen Problemen noch verstärkt. Hohe Zinsen haben zu dem starken Wertrückgang von Immobilien, Edelmetallen und Rohstoffen beigetragen. Dies hat zu einer Auszehrung der Sachvermögenswerte geführt, was mit eine Ursache für die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage sein muß. Hinzu kommt, daß labile Zinsen zu Wechselkursschwankungen, einer Verkürzung der Kreditlaufzeiten und zu einem allgemein unsicheren Geschäftsklima beigetragen haben. Schließlich haben hohe Nominalzinsen die Staatsdefizite steigen lassen, womit zum einen der Druck auf die Behörden erhöht wurde, die Ausgaben zu kürzen und/oder die Steuern anzuheben, und zum anderen die Inflationserwartungen negativ beeinflußt wurden. Alles in allem gesehen bestehen daher kaum Zweifel, daß hohe variable Zinsen das Produktionswachstum hemmen, selbst wenn man den Effekt berücksichtigt, der sich für die laufenden Verbrauchsausgaben über höhere verfügbare Einkommen des privaten Haushaltssektors insgesamt ergeben kann.

Was die Kreditinstitute anbelangt, so haben verzerrte Zinsrelationen und ein höherer Rückstellungsbedarf für Kreditausfälle die Liquiditäts- und Rentabilitätslage einiger Kreditinstitute negativ beeinflußt. Einige Geschäfts- und Sparbanken, die traditionell in erheblichem Umfang Fristentransformation betreiben, befinden sich in einer mißlichen Lage, da sie einerseits niedrig verzinsliche langfristige Darlehensforderungen und Wertpapiere besitzen, während sie gleichzeitig auf ihre Einlagen hohe geldmarktnahe Zinsen zu zahlen haben. Besonders bezeichnend war die prekäre Situation der Spar- und Darlehensbanken in den USA, die mit Geldmarktfonds im Wettstreit um das Mittelaufkommen stehen. Im Jahre 1981 nahm ihr Nettovermögen stark ab, und es kam Sorge über die Solvenz einer wachsenden Zahl von Instituten auf. Im letzten Jahr gestattete der Kongreß den Einlageinstituten, Zertifikate für Kleinsparer auszugeben, die steuerlich begünstigt waren. Darüber hinaus ergriffen die staatlichen Aufsichtsbehörden Maßnahmen, um die Fusion von ertragschwachen mit relativ -starken Sparinstituten zu erleichtern; zudem stellte die No-

tenbank eine Sonderdiskontfazilität für die Banken und Sparkassen zur Verfügung, die sich in einer anhaltenden Liquiditätsklemme befanden. Im Frühjahr 1982 wurde indes deutlich, daß sich die Zahl der Sparinstitute, die in Schwierigkeiten geraten, weiter erhöhen würde, wenn es nicht zu einem ausgeprägten Zinsrückgang kommt.

Anfang 1982 lagen die kurzfristigen Zinsen gemessen an den langfristigen Renditen in einer Reihe europäischer Länder niedriger als 1980 und 1981, wobei der Druck auf die Kreditinstitute etwas nachließ. Die Insolvenzfälle bei den nichtfinanziellen Unternehmen waren hingegen noch zahlreich, und immer mehr Banken mußten ihre stillen Reserven mobilisieren oder niedrigere Gewinne ausweisen, um höhere Rückstellungen für Kreditrisiken vornehmen zu können.

Die labile Finanzlage könnte einer Fortsetzung der Antiinflationpolitik Grenzen setzen, insbesondere dort, wo die Geldpolitik die Hauptlast der Restriktion trägt. Die Elastizität des Finanzsystems mag sich in jüngster Zeit als Folge der Bestrebungen der Märkte, sich hohen und variablen Zinsen anzupassen, in einem Ausmaß verändert haben, das noch nicht voll erkennbar ist. Kürzere Kreditlaufzeiten und die häufigere Vereinbarung variabler Zinsbedingungen mögen den Schutz der Kreditinstitute verstärkt und gleichzeitig die Unsicherheiten für die Kreditnehmer erhöht haben. Wo Kredite mit langen Zinsbindungsfristen üblich sind, dürfte ein Zinsanstieg in der Hauptsache die Neuverschuldung zurückgehen lassen. Im Vergleich zu Festzinsen haben variable Zinsen vielleicht weniger Einfluß auf das Zeitprofil der Ausgaben und mehr auf die Einkommen und die Eigenfinanzierungskraft der Unternehmen sowie der privaten Haushalte mit ausstehender Hypothekverschuldung. Effekte dieser Art können den Einfluß der Geldpolitik auf die Ausgaben insgesamt, aber auch den Widerstand der Öffentlichkeit gegen einen lang anhaltenden Restriktionskurs verstärken. Die Einkommens- und Cash-flow-Effekte, denen sich Wertpapierhändler ausgesetzt sahen und die ihre Fähigkeit, Wertpapierbestände zu halten, beeinträchtigten, könnten erklären helfen, warum die Schwankungen der kurzfristigen Zinsen in letzter Zeit auch so stark auf den Markt für langfristiges Kapital übergriffen. Die Einrichtung von Zins-Terminalsicherungsgeschäften mag die Abdeckung bestimmter Risiken ermöglichen, kann aber auch andere erhöhen. In den USA könnten Zusammenschlüsse von Geldinstituten durch eine Verminderung der Konzentration ihrer Ausleihungen auf bestimmte Regionen und durch eine verstärkte Diversifizierung ihrer sonstigen Geschäfte zu einer Stärkung des Bankensystems beitragen. Andererseits jedoch ist den Einlageinstituten in nahezu allen Ländern angesichts eines renditebewußteren Publikums womöglich ein Teil ihres Aufkommens an niedrig verzinslichen Transaktions- und Sparguthaben auf Dauer verloren gegangen.

### **Zielvorgaben und Techniken der Geldpolitik**

Die Vorgänge auf den Finanzmärkten ließen im vergangenen Jahr die Konzeption und Durchführung der Geldpolitik zu einem zentralen Thema werden. So wurde auf einer Ebene diskutiert, ob es zweckmäßig sei, die Zielvorgaben für die Geldmenge kurzfristig einhalten zu wollen, wie wirksam die hierfür eingesetzten Steuerungstechniken seien und welchen Einfluß die verschiedenen Steuerungsinstrumente auf die Zins- und Wechselkursstabilität hätten. Auf einer anderen Ebene

wurde erörtert, für welche monetären Aggregate sich die Behörden vor dem Hintergrund finanzieller Innovationen und extrem heftiger Zinsschwankungen entscheiden sollen. Und auf wieder einer anderen Ebene wurden grundlegende Zweifel an der Wirksamkeit einer sich grundsätzlich an den Geldbeständen orientierenden Geldpolitik geäußert und die Frage aufgeworfen, welche anderen Zielgrößen oder Indikatoren die Geldpolitik jetzt oder zukünftig berücksichtigen sollte.

Während die Kontroverse über die Techniken hauptsächlich in den USA und abgeschwächt in Großbritannien geführt wird, steht die Wahl der Zielgrößen auch in zahlreichen anderen Ländern zur Debatte.

*Monetäre Zielvorgaben und Geldmengenentwicklung.* Die tatsächliche Geldmengenexpansion im Rahmen der sich an monetären Aggregaten orientierenden Geldpolitik wich im letzten Jahr in einigen Ländern recht erheblich von den bekanntgegebenen Zielvorgaben ab. Über das Jahr gesehen lag das Wachstum der jeweiligen Geldmengenaggregate in Deutschland, der Schweiz und in Kanada in unterschiedlichem Ausmaß unter der Norm oder Zielspanne und weit über dieser in Frankreich, Großbritannien und Italien. In den USA wich das Wachstum der um Verlagerungen bereinigten Geldmenge M1 und jenes der weiter abgegrenzten Aggregate sehr viel stärker als ursprünglich angenommen vom angekündigten Pfad ab.

Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Ziele und Wachstum

	Geld- oder Kredit-aggregat	Zielvorgabe <sup>1</sup>				Ergebnis <sup>2</sup>			
		1979	1980	1981	1982	1979	1980	1981	1982
		Prozent							
USA .....	M <sub>1</sub> <sup>3</sup>	3,0–6,0	4,0–6,5	3,5–6,0	2,5–5,5	5,5	6,7	2,3	10,8
	M <sub>2</sub> <sup>3</sup>	5,0–8,0	6,0–9,0	6,0–9,0	6,0–9,0	8,3	9,8	9,4	10,1
	M <sub>3</sub> <sup>3</sup>	6,0–9,0	6,5–9,5	6,5–9,5	6,5–9,5	8,1	9,9	11,3	8,9
	Gesamte Kredit-gewährung der Banken	7,5–10,5 <sup>4</sup>	6,0–9,0 <sup>4</sup>	6,0–9,0 <sup>4</sup>	6,0–9,0 <sup>4</sup>	11,0	8,0	8,8 <sup>5</sup>	.
Japan .....	M <sub>2</sub> + CDs	11,0 <sup>6</sup>	8,0 <sup>6</sup>	7,0 <sup>6</sup>	10,0 <sup>6</sup>	11,2	7,8	10,6	10,7
Deutschland (BR)	Zentralbank-geldmenge	6,0–9,0	5,0–8,0	4,0–7,0	4,0–7,0	6,3	4,9	3,5	6,6
Frankreich .....	M <sub>2</sub>	11,0	11,0	10,0	12,5–13,5	14,4	9,8	11,6	.
Großbritannien	M <sub>1</sub>	–	–	–	8,0–12,0 <sup>7</sup>	14,0	8,8	8,9	6,2
	Sterling-M <sub>3</sub>	8,0–12,0 <sup>7</sup>	7,0–11,0 <sup>7</sup>	6,0–10,0 <sup>7</sup>	8,0–12,0 <sup>7</sup>	13,5	16,3 <sup>7</sup>	14,7 <sup>7</sup>	7,8
	Privatsektorliqui-dität-PSL <sub>2</sub>	–	–	–	8,0–12,0 <sup>7</sup>	15,0	13,0 <sup>7</sup>	11,7 <sup>7</sup>	.
Kanada .....	M <sub>1</sub>	6,0–10,0 <sup>7</sup>	5,0–9,0 <sup>7</sup>	4,0–8,0 <sup>7</sup>	4,0–8,0 <sup>7</sup>	8,0 <sup>7</sup>	6,2 <sup>7</sup>	.	.
Schweiz .....	Bereinigte Noten-bankgeldmenge	–	4,0	4,0	3,0	.	–0,6	–0,5	.
Italien .....	Gesamte Kredit-gewährung	18,5 <sup>8</sup>	17,5 <sup>8</sup>	16,0 <sup>8</sup>	15,5 <sup>8</sup>	18,4	18,4	18,7	.

<sup>1</sup> USA und Deutschland: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Japan: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres für 1979–1981 und zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres für 1982; Frankreich und Italien: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Großbritannien: Zeiträume von Oktober 1978 bis Oktober 1979, von Juni 1979 bis April 1981, von Februar 1981 bis April 1982 und von Februar 1982 bis April 1983; Schweiz: November 1979 bis November 1980 und eigens errechnete Durchschnitte für 1981 und 1982; Kanada: Zeiträume beginnend im Juni 1978, im zweiten Quartal 1979 und August–Oktober 1980. <sup>2</sup> 1979, 1980 und 1981: wie in Fußnote 1; 1982: erstes Quartal auf Jahresrate hochgerechnet. <sup>3</sup> 1979: alte Definition von M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub>; 1980 und 1981: M<sub>1</sub> (= M<sub>1a</sub>) bereinigt um geschätzte Geldtransfers auf neue Arten von Scheckkonten. <sup>4</sup> Schätzung in Anlehnung an die Zielwerte der monetären Aggregate. 1982 bereinigt um Verlagerungen von Aktiva von US-Bankniederlassungen zu „international banking facilities“. <sup>5</sup> Bereinigt um Verlagerungen zu „international banking facilities“. <sup>6</sup> Voraussage, die zwei oder drei Monate vor Ende des betreffenden Zeitraums erfolgt. <sup>7</sup> Jahresrate. <sup>8</sup> Obergrenze in absoluten Beträgen: 1979 Lit 53 000 Mrd., 1980 Lit 59 000 Mrd., 1981 Lit 64 500 Mrd. und 1982 Lit 73 000 Mrd.

In mehreren Fällen wurde die geldpolitische Zielsetzung während des Jahres geändert. Die Deutsche Bundesbank hatte bei Überprüfung des Geldmengenziels zur Jahresmitte beschlossen, die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge für den Rest des Jahres in der unteren Hälfte der verkündeten Zielspanne zu halten. In den USA, wo ebenfalls zur Jahresmitte eine Überprüfung üblich geworden ist, hatte der Federal Reserve Board im Juli eine Geldmengenentwicklung in Aussicht genommen, die sich nicht sehr von der tatsächlich eingetretenen unterschied. In Frankreich hatte das Bemühen der neuen Regierung um Eindämmung der Arbeitslosigkeit zur Folge, daß sich das Geldmengenwachstum vorübergehend stark beschleunigte. In Großbritannien hatten die Behörden angesichts neuer Inflationssorgen und zunehmender Schwierigkeiten bei der Deutung des Indikators Sterling-M3 im August verkündet, daß wirtschaftliche Faktoren und Wechselkursentwicklungen bei der Formulierung der Geldpolitik mehr Berücksichtigung finden würden. Auch in der Schweiz und in Kanada wurde Wechselkursentwicklungen zeitweise Priorität eingeräumt, wenn ein Konflikt zwischen entgegengesetzten Zwischenzielen drohte. In Italien sorgte eine restriktive Geld- und Kreditpolitik dafür, daß die Expansion der Ausleihungen an den privaten Sektor im großen und ganzen im Rahmen der offiziellen Zielvorgabe blieb; hingegen entwickelten sich die Kredite an den öffentlichen Sektor sehr viel stärker als geplant.

In den Zielvorgaben für 1982 kam zum Ausdruck, daß eine Fortsetzung der Bemühungen der letzten Jahre, die Wachstumsraten der Geldmenge schrittweise zu senken, unter den gegebenen Umständen Risiken beinhaltet. In den USA wurde 1982 die Zielmenge für M1 im Vergleich zum Vorjahr erneut herabgesetzt. Anfang 1982 verkündete der Federal Reserve Board dann jedoch, daß der Offenmarktausschuß angesichts der relativ niedrigen Basis im vierten Quartal 1981 und der starken Ausweitung der Geldbestände eingangs 1982 ein M1-Wachstum in der oberen Hälfte des Zielkorridors für annehmbar hielt. Die Deutsche Bundesbank, die mit ähnlichen Erwägungen und einer anhaltend schwachen Wirtschaftstätigkeit konfrontiert ist, hat erklärt, daß auch in Deutschland unter bestimmten Umständen ein Wachstum der Zielgröße im oberen Bereich der vorgegebenen Bandbreite vorstellbar wäre. In Frankreich wurde 1982 die Zielvorgabe für die Expansion von M2 deutlich höher angesetzt als 1981. In Japan haben die monetären Normen, die ihrem Wesen nach Voraussagen über das Geldmengenwachstum während vier Quartalen sind, in jüngster Zeit ein stärkeres Wachstum zugelassen, was sich zum Teil aus den niedrigen monetären Expansionsraten in den Basisperioden erklärt. In Großbritannien ist für das Finanzjahr 1982/83 das Zielband des Geldmengenwachstums gegenüber 1981/82 höher gelegt worden, und es liegt auch höher, als in dem zusammen mit dem Budget von März 1980 verkündeten mittelfristigen Finanzplan vorgesehen war. Diese Änderung ist bezeichnend für den neuen breiteren Ansatz bei der Einschätzung der monetären Lage. Bei Verkündung der neuen Zielspanne für 1982 gab der Schatzkanzler bekannt, daß diese Vorgabe nicht nur für Sterling-M3, sondern auch für M1 und PSL2, einem umfassenden Maß der Liquidität des privaten Sektors, gelte.

*Geldmengensteuerung auf kurze Sicht.* Wenn die Erfahrung des letzten Jahres den Schluß nahelegt, daß bei dem Bemühen, die Zielvorgaben für die einzelnen Geldaggregate einzuhalten, Flexibilität selbst bei Zeiträumen von einem Jahr oder

mehr notwendig sein dürfte, so zeigt dies deutlich, welche Schwierigkeiten der Versuch der Verstetigung der monetären Expansion über kürzere Zeiträume bereiten könnte.

Als sich in den USA die Notenbank im Oktober 1979 für eine bei den Bankreserven ansetzende Geldmengensteuerung entschied, bedeutete dies das Ende einer seit langem bestehenden Tendenz der Währungspolitik, die Nominalzinsen in einem inflationären Umfeld zu niedrig zu halten. Zukünftig instabilere Zinsen waren eine unvermeidliche Nebenwirkung dieser Entscheidung, wenn wohl auch kaum jemand die tatsächliche Heftigkeit der in der Folge aufgetretenen Schwankungen vorhergesehen haben dürfte. Auch dürfte kaum erwartet worden sein, daß die Unbeständigkeit der Geldmenge M<sub>1</sub>, die gewöhnlich als die hauptsächlichste Zwischenzielgröße der Geldpolitik angesehen wird, derart zunähme. Seit Oktober 1979 waren die Schwankungen der Jahresveränderungsraten von M<sub>1</sub> sehr viel ausgeprägter als in der unmittelbar vorausgegangenen Periode; ebenso deuten die Standardabweichung sowie der Variationskoeffizient auf eine merkbliche Zunahme der Variabilität hin. Gleichzeitig scheint jedoch die Variabilität der Veränderungen von M<sub>2</sub> abgenommen zu haben.

Die USA sind nicht das einzige Land, in dem die Unstetigkeit des Geldmengenwachstums seit Herbst 1979 zugenommen hat; tatsächlich ist die Variabilität von M<sub>1</sub> in den USA denn auch geringer gewesen als in allen anderen großen Ländern. In Deutschland, Japan und Frankreich sind indes die Variablen, für die offizielle Zielvorgaben verkündet wurden, recht stabil geblieben. Zudem wird in diesen Ländern die monetäre Entwicklung meistens anhand der Veränderungen vierteljährlicher

Variabilität der Veränderung der Geldaggregate\*

	Geldaggregat	April 1977 – September 1979			Oktober 1979 – März 1982		
		Spanne	Mittelwert	Standardabweichung	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung
USA .....	M <sub>1</sub>	7,0– 8,7	8,0	0,5	4,2–11,1	6,7	1,7
	M <sub>2</sub>	7,8–13,7	9,9	2,0	6,9–11,5	9,1	1,1
Japan .....	M <sub>1</sub>	3,7–17,9	9,6	3,2	– 4,3–11,9	3,3	4,8
	M <sub>2</sub> + CDs	9,9–13,2	11,7	0,8	6,1–12,4	9,1	1,6
Deutschland (BR)	M <sub>1</sub>	5,8–14,2	10,5	2,8	– 2,3– 5,7	1,9	2,1
	M <sub>3</sub>	7,8–11,5	10,1	1,0	4,3– 7,2	5,9	0,9
	Zentralbankgeldmenge	7,1–11,2	8,9	1,2	2,8– 7,4	4,7	0,9
Frankreich .....	M <sub>1</sub>	6,0–14,8	10,9	2,3	6,7–16,5	10,7	2,9
	M <sub>2</sub>	10,5–14,5	12,9	0,9	9,6–14,7	12,3	1,3
Großbritannien	M <sub>1</sub>	9,8–24,2	16,1	4,4	1,7–18,1	9,2	4,9
	£M <sub>3</sub>	6,1–16,1	11,6	3,2	10,8–25,8	17,7	4,6
	PSL <sub>2</sub>	6,9–15,7	12,5	3,0	11,3–15,0	13,1	1,3
Kanada .....	M <sub>1</sub>	6,7–12,1	9,1	1,4	– 7,6–10,2	4,5	4,4
	M <sub>2</sub>	–0,7–21,8	11,2	5,7	–10,4–19,2	6,3	9,7
Schweiz .....	M <sub>1</sub>	3,1–23,8	11,7	6,7	–14,1– 1,7	–5,9	4,1
	M <sub>2</sub>	2,0–13,0	7,6	2,5	7,6–22,7	14,6	3,9
	Bereinigte Notenbankgeldmenge	0,5–36,0	12,0	9,7	–23,3– 2,9	–4,5	7,1
Italien .....	M <sub>1</sub>	18,8–26,4	22,6	2,0	7,4–26,2	14,7	5,1
	M <sub>2</sub>	19,5–23,2	21,4	1,0	8,2–21,8	13,4	3,9

\* Auf der Basis jährlicher Veränderungsdaten.

oder jährlicher Durchschnitte überprüft, die eine sehr stetige Entwicklung aufweisen. Hingegen scheinen in den USA Reaktionen der Öffentlichkeit auf sehr viel kürzerfristige Entwicklungen der Geldbestände endemisch geworden zu sein. Auf Jahresrate hochgerechnete vierteljährliche oder monatliche Veränderungen der Monatsdurchschnittswerte von M1 können sehr groß ausfallen und die der Wochendurchschnitte noch viel mehr. Die Wochenzahlen wiesen nicht nur höchst erratische Schwankungen auf, sondern häufig mußten diese vorläufigen Zahlen nach ihrer Erstveröffentlichung noch erheblich revidiert werden. Gleichwohl erwarteten die Finanzmärkte jede neue Bekanntgabe mit großer Spannung und reagierten bei einem vermeintlichen Überschreiten der Zielvorgabe, selbst auf wöchentlicher Basis, gewöhnlich mit einem deutlichen Heraufsetzen der Zinssätze. In dem Bestreben, dieses Verhalten zu ändern, gab der amerikanische Zentralbankrat im April bekannt, daß die wöchentliche Geldmengenstatistik künftig nur noch in der Form gleitender Vierwochendurchschnitte veröffentlicht würde.

Variabilität der Veränderung von M1 in den USA

Zeitraum	Auf Jahresrate hochgerechnete Veränderung* von								
	Wochendurchschnitten gegenüber Vorwoche			Monatsdurchschnitten gegenüber Vormonat			Quartalsdurchschnitten gegenüber Vorquartal		
	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung	Spanne	Mittelwert	Standardabweichung
April 1977–September 1979	–15,3 40,4	7,8	7,9	– 2,3 18,6	7,7	4,6	5,1 10,0	7,9	1,5
Oktober 1979–März 1982....	–35,9 79,0	5,8	20,6	–15,8 25,2	6,2	9,7	–3,2 14,1	6,5	5,5

\* Arithmetische Hochrechnung; Die prozentualen saisonbereinigten Veränderungen gegenüber Vorwoche, Vormonat und Vorquartal werden mit 52, 12 bzw. 4 multipliziert.

Mit der Ausrichtung ihrer Antiinflationpolitik auf die monetären Aggregate scheinen die US-Behörden in ein Dilemma geraten zu sein. Es ist nunmehr allgemeine Meinung, daß Entwicklungen der Geldbestände, die sich innerhalb von sechs Monaten umkehren, im Gegensatz zu langfristigen Abweichungen vom Zielpfad nur geringe Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. Freilich ist nicht ohne weiteres zu erkennen, ob auftretende Schwankungen vorübergehender Natur sind oder nicht. Verzögert sich die offizielle Reaktion, wenn die Geldmengenentwicklung hinter dem Ziel zurückbleibt oder darüber hinausschießt, dann könnten später entsprechend einschneidendere Korrekturmaßnahmen notwendig werden und das Vertrauen in die Geldpolitik Schaden erleiden. Wenn hingegen die Behörden regelmäßig mit Maßnahmen zur Steuerung der Bankreserven reagieren, dann können sich die Marktteilnehmer auf wechselnde Liquiditätsverhältnisse rechtzeitig einstellen.

Viel erörtert wird die Frage, ob in den USA das Instrumentarium der Geldmengensteuerung verbessert werden könnte. Eine Vereinfachung der Mindestreserveregelung ist im „Monetary Control Act“ von 1980 enthalten, die jedoch nur schrittweise verwirklicht werden wird. Der Federal Reserve Board hat Vorschläge zur Diskussion gestellt, anstelle des Systems der Ex-post-Berechnung der Bankreserven eine aktuelle Berechnung zu setzen; die Meinungen gehen weit auseinander, welche Auswirkungen dies auf die monetären Zielvorgaben und die Zinsen



hätte. Andere Vorschläge gehen dahin, die gesamten Bankreserven anstelle der freien Liquiditätsreserven als Steuergröße zu wählen und den amtlichen Diskontsatz an die Marktzinsen zu koppeln. Beide Änderungen würden Sicherheitsventile des gegenwärtigen Mechanismus beseitigen und könnten zu instabileren Zinsen selbst dann führen, wenn sie eine verbesserte kurzfristige Geldmengensteuerung ermöglichen.

In Großbritannien wurden während des letzten Sommers veränderte monetäre Steuerungsverfahren wirksam, die sich bereits im November 1980 abgezeichnet hatten. Die Behörden waren bereits vorher zu der Auffassung gelangt, daß ein endgültiges Urteil über die Effizienz eines an der Geldbasis ansetzenden Steuerungssystems nicht abgegeben werden könne. Sie räumten jedoch ein, daß ein stärkerer Einfluß der Marktkräfte bei der Zinsfindung dazu beitragen könnte, die in der Vergangenheit beobachteten verzögerten Anpassungen zu überwinden. Sie stellten daher die periodische Bekanntgabe des Mindestausleihesatzes ein und stützten sich bei ihren täglichen Operationen weniger auf Direktausleihungen an die Diskontbanken und mehr auf mit oder ohne Rückkaufsvereinbarung abgeschlossene Offenmarkttransaktionen, die auf der Basis einer nichtveröffentlichten Spanne sehr kurzfristiger Zinsen durchgeführt wurden. Direktausleihungen waren indes nicht ausgeschlossen; auf sie wurde zweimal im Herbst zurückgegriffen, um einen Anstieg der Zinsen zu bewirken. Darüber hinaus wurde die Barreservehaltung abgeschafft und das von den Londoner Clearingbanken zu haltende Bardepot von 1½% durch ein für alle Banken und zugelassenen Einlageninstitute in Großbritannien geltendes Mindestreservesoll in Höhe von ½% der reservepflichtigen Verbindlichkeiten ersetzt. Gleichzeitig wurde die Liste der rediskontfähigen Akzeptanten erweitert und die Akzeptbanken verpflichtet, Mindesteinlagen bei den Diskontbanken zu halten, um einen leistungsfähigen Wechselmarkt zu gewährleisten, der die Maßnahmen der Behörden akkommodieren könne.

*Geldmengendefinition: ein wachsendes Problem.* In gewisser Hinsicht scheint die Einführung der Geldmengensteuerung unter ungewöhnlich ungünstigen Umständen stattgefunden zu haben. Danach begann sich nämlich der Zusammenhang, der vordem zwischen Geldmenge, Zinsen, Wirtschaftsaktivität und Preisen bestand, zu lockern oder aufzulösen; in einigen Ländern haben zudem Änderungen im Finanzsystem es in der Praxis erschwert, Gruppen von Aktiva zu definieren, die einem plausiblen theoretischen Geldkonzept entsprechen. Das Problem scheint hauptsächlich in den Reaktionen auf hohe Zinsen im Zusammenspiel mit bestehenden regulativen Beschränkungen, Veränderungen des regulativen Rahmens sowie technologischen Weiterentwicklungen zu liegen.

Besondere Schwierigkeiten bei der Deutung der Geldmengengrößen im vergangenen Jahr ergaben sich in den USA. 1979 war ein neues Konzept für Transaktionsguthaben unter Einschluß verzinslicher Scheckkonten (NOW-Konten) entstanden (zunächst unter M1B und jetzt als M1 bekannt), und im vergangenen Jahr wurde eine um Einlagenumschichtungen bereinigte Version als Schätzgröße aufgestellt. Gleichwohl wuchs M1 beträchtlich schwächer, als man dies aufgrund vergangener Erfahrungen bei der im letzten Jahr gegebenen Höhe der Nominaleinkommen und Zinsen hätte erwarten können. Eine ähnliche Diskrepanz war bereits 1975/76 aufgetreten; und da die Geldpolitik diese nicht genügend in Rechnung ge-

stellt hatte, mag sie damals weniger restriktiv gewesen sein, als beabsichtigt war. Ein Wechsel dieser Art in der Liquiditätspräferenz ist offenbar Ausdruck einer Anpassung niedrig verzinslicher oder zinsloser Transaktionsguthaben nach unten, die dann eintritt, wenn die Marktzinsen so hoch sind, daß ein Anreiz für finanzielle Innovationen und Änderungen des angestammten Anlegerverhaltens besteht. Für die Zinsen auf den neuen NOW-Konten gelten ähnliche Bestimmungen wie für die herkömmlichen Spareinlagen.

Die neu geschaffene Möglichkeit, Guthaben, die einen bestimmten Saldo übersteigen, am Ende des Tages von Transaktionskonten automatisch in andere, verzinsliche Anlageformen umzuschichten, dürfte eine grundlegendere Änderung darstellen. Im abgelaufenen Jahr kam es auch zu starken Mittelverlagerungen von den traditionellen Sicht- und Spareinlagen nicht nur in Geldmarktfonds und Geldmarktzertifikate, sondern auch in herkömmliche Marktanlagen wie Schatzwechsel, Commercial papers und Einlagenzertifikate großer Stückelung. All diese Papiere sind in M2, M3 oder L enthalten. Zahlen zu M3 und L sind erst nach längerer Verzögerung erhältlich, doch begann der Federal Reserve Board im letzten Jahr die Entwicklung von M2 ausdrücklich bereits stärker bei der Formulierung seiner Geldpolitik zu berücksichtigen.

Beitrag der einzelnen Komponenten zum Wachstum der Geldbestände  
in weiter Abgrenzung<sup>1</sup>

Komponenten	USA				Japan				Deutschland (BR)			
	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981
	Zunahme in Prozent des Wachstums der Geldbestände in weiter Abgrenzung											
Bargeld .....	5	7	5	3	10	14	4	5	6	13	9	0
Sichteinlagen <sup>2</sup> .....	9	7	3	-22	32	26	-13	24	-3	32	17	-11
Sonstige Scheckkonten <sup>3</sup> .....	0	1	6	21	.	.	.	.	.	.	.	.
M1 <sup>2</sup> .....	14	15	14	2	42	40	-9	29	3	45	26	-11
Spareinlagen <sup>4</sup> .....	40	42	41	23	58	60	103	67	3	70	11	-7
Geldmarktfonds .....	.	2	20	45	.	.	.	.	.	.	.	.
Termineinlagen, CDs u.a. <sup>5</sup> .....	46	41	25	30	.	.	6	4	94	-15	63	118
Geldbestände in weiter Abgrenzung <sup>6</sup> .....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

<sup>1</sup> Auf der Basis der Veränderung im vierten Quartal gegen Vorjahr. <sup>2</sup> USA: die Konsolidierungsbereinigung von M2 (d.h. Währungs- und Sichteinlagen von Sparbanken) wurde von den Sichteinlagen und von M1 abgezogen. <sup>3</sup> USA: hauptsächlich ATS- und NOW-Guthaben bei allen Bankinstituten sowie Kreditvereinskonten. <sup>4</sup> USA: Spareinlagen und niedrige Termineinlagen; Japan: normale Termin- und Spareinlagen; Deutschland: Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist. <sup>5</sup> USA: Wertpapiere mit Rückkaufsvereinbarung, Eurodollar-Tagesgeld und hohe Termineinlagen; Japan: Einlagenzertifikate; Deutschland: Termingelder unter vier Jahren. <sup>6</sup> USA und Deutschland: M2; Japan: M2 plus Einlagenzertifikate.

Ein Transaktionskonzept der Geldbestände als Ansatzpunkt für eine an den Aggregaten ausgerichtete Geldpolitik besticht auf den ersten Blick. In einigen Ländern ist denn auch die Nachfrage nach M1 schon immer sehr stabil gewesen. Ein weiterer Vorteil wird von manchen darin gesehen, daß die eng definierte Geldmenge bei einer regulierten (Null-)Rendite der Transaktionsguthaben von den Behörden grundsätzlich auch kurzfristig durch zinsverändernde Maßnahmen beeinflußt werden kann. Dies trifft nicht mehr auf die weit definierten US-Geldaggregate zu, und das Auftauchen von NOW-Konten und Geldmarktfonds, die die Vorteile eines Scheckkontos aufweisen und gleichwohl geldmarktnahe Zinsen erbringen, deutet

darauf hin, daß die Zinsreagibilität von Transaktionsgeld abnehmen und es schließlich nicht mehr möglich sein könnte, ein Aggregat M1 als solches abzugrenzen. Andererseits wird der Gedanke, die Geldbestände über eine direkte Kontrolle der Bankaktiva zu steuern, in den USA in der Regel nicht sehr günstig aufgenommen, und kreditbeschränkende Maßnahmen dürften weder politisch durchsetzbar noch administrativ durchführbar sein, außer vielleicht für kurze Zeit in Notsituationen.

Auch in dem anderen Land, das eine amtliche Zielvorgabe für Transaktionsgeld hat, Kanada, ging die Nachfrage nach traditionellen M1-Guthaben im vergangenen Jahr unerwartet zurück. Eine Ursache scheint gewesen zu sein, daß über bestimmte, nicht in M1 enthaltene verzinsliche Konten von nun an mit Scheck verfügt werden konnte. Auch in anderen Ländern erwies sich M1 als äußerst zinsreagibel; die Behörden der meisten von ihnen sind indes der Ansicht, daß Bemühungen, dieses Aggregat auf einem vorgegebenen Zielpfad zu halten, unerträgliche Zins- und Wechselkursbewegungen notwendig machen würden.

Daß Einlagenumschichtungen beispielsweise in Japan und Frankreich weniger Probleme aufzuwerfen scheinen, könnte teilweise darauf beruhen, daß sich diese Länder auf die weit definierten Aggregate konzentrieren. Die Abgrenzung der weit definierten Geldbestände nach Aktiva und Institutionen weist von Land zu Land erhebliche Unterschiede auf. In einigen sind buchstäblich alle Spareinlagen mit Ausnahme der sehr langfristigen Plazierungen enthalten. Es überrascht nicht, daß Aggregate dieser weiten Abgrenzung eine vergleichsweise stabile Relation zum nominalen Bruttosozialprodukt und eine geringe Zinsreagibilität aufweisen. Solche Aggregate können demnach gewöhnlich nur durch administrative Maßnahmen oder durch eine direkte Einflußnahme auf das nominale Bruttosozialprodukt gesteuert werden, es sei denn, wirtschaftspolitische Vorankündigungen haben einen starken Einfluß auf die Erwartungen. Das Gesamtvolumen der Kreditvermittlung kann sich ändern, aber solche Veränderungen können nicht bis ins einzelne reguliert werden. Weit abgegrenzte Aggregate, die nur das Bankensystem erfassen, können durch Verschiebungen in der Struktur der Finanzvermittlung verzerrt werden, wie dies im letzten Jahr in Großbritannien bei Sterling-M3 zu beobachten war. Diese Erfahrung dürfte mit ursächlich für die Entscheidung der Behörden gewesen sein, in Zukunft bei der Formulierung der Geldpolitik dem weiter definierten Geldaggregat PSL2 ebenfalls Beachtung zu schenken.

Die weit definierten Geldmengengrößen schließen in vielen Ländern Geldmarktpapiere mit ein; doch in Italien sind Schatzwechsel, die im vergangenen Jahr von privaten Nichtbanken in hohen Beträgen erworben wurden, nicht in M2 enthalten. In Deutschland besteht die Zentralbankgeldmenge aus dem Bargeldumlauf und dem Reservesoll der Banken auf Inlandsverbindlichkeiten bis unter vier Jahren Laufzeit (mit konstanten Reservesätzen berechnet) und kann als Indikator für ein weit gefaßtes Geldmengenkonzept angesehen werden. Das 1981 langsame Wachstum dieses Aggregats war teilweise auf höhere Begebungen kurzfristiger Bankschuldverschreibungen zurückzuführen, die nicht der Mindestreservepflicht unterliegen, und auf Bargeldrückflüsse aus dem Ausland, als sich die D-Mark im späteren Verlauf des Jahres zu festigen begann. Die Gebietsansässigen einiger Länder, darunter Deutschland und Großbritannien, bildeten im abgelaufenen Jahr im Ausland

Bestände in heimischer Währung oder Fremdwährungseinlagen, die nicht in den Aggregaten weiter Abgrenzung enthalten sind.

*Finanzielle Innovationen.* Ein weiterer Grund dafür, daß Umschichtungen zwischen verschiedenen Geldanlagen in jüngster Zeit weder in Japan noch in den kontinentaleuropäischen Ländern Westeuropas größere Probleme aufgaben, ist darin zu sehen, daß sich finanzielle Neuerungen ganz allmählich und ohne große Publizität vollzogen haben. Von Bedeutung waren gegen die Entwicklung neuer Arten von Finanzanlagen gerichtete Maßnahmen der Behörden. In wenigstens zwei Ländern wurde zudem der Mindestbetrag für zu marktnahen Sätzen verzinste Termingelder angehoben, um den Mittelabzug aus niedrig zu höher verzinslichen Aktiva zu begrenzen. Damit sollte der Druck auf die Erträge der Banken gemildert und der Anstieg der Kreditzinsen begrenzt werden.

Die finanziellen Innovationen in den USA im abgelaufenen Jahr waren nicht nur eine Reaktion auf die Deregulation im Umfeld hoher Zinsen, sondern auch eine Antwort auf die Beibehaltung einschneidender Zinsbegrenzungen bei den Sicht- und Sparguthaben. In Deutschland wurden sämtliche zinsregulative Bestimmungen vor Jahren aufgehoben, und die Banken zahlen üblicherweise marktnahe Zinsen auf recht kleine Termineinlagen. Die Tabelle auf S. 93 zeigt, daß 1981 umfangreiche Mittel aus Sicht- und Spareinlagen in Termineinlagen umgeschichtet wurden, obwohl die Zinsdifferenz zwischen Sparguthaben und Geldmarkteinlagen sehr viel geringer blieb als in den USA.

Die Tatsache, daß in vielen europäischen Ländern die Währungsbehörden in der Lage sind, einheitliche Regelungen auf die meisten – alten wie neuen – Kreditinstitute und auf sämtliche Einlagengeschäfte anzuwenden, scheint hilfreich dafür zu sein, daß sie die Innovationen im Griff behalten und daß die Geldmengenstatistik aussagekräftig bleibt. Hinzu kommt, daß in jenen Ländern, die einen relativ kleinen Finanzmarkt und noch dazu einige Großbanken mit beherrschender Position haben, der Zwang zu Innovationen weniger übermächtig sein mag als in den USA. Geldinstitute, die sowohl Kredit- als auch Effektingeschäfte in einem Universalbankensystem betreiben, mögen wenig Neigung verspüren, neue und höher verzinsliche Marktinstrumente zu lancieren, die Gelder anziehen, die sonst als Sparguthaben gehalten würden. Es sollte jedoch beachtet werden, daß die hohe Zahl von Bankinstituten in den USA weitgehend auf die regulative Beschränkung zwischenstaatlicher Bankgeschäfte und Filialgründungen zurückzuführen ist und daß die institutionelle Trennung von Einlagengeschäft und Wertpapierhandel gesetzlich vorgeschrieben ist.

Einige der Schwierigkeiten in den USA in Zusammenhang mit der Umschichtung von Geldvermögen sind eindeutig vorübergehender Natur. Allerdings könnte die Zukunft weitere abrupte Veränderungen der Anlagepraktiken und Zahlungsgewohnheiten bringen. Der „Monetary Control Act“ von 1980 sieht bis 1986 die Beseitigung der Zinsobergrenzen für alle Anlagearten mit Ausnahme der Sichtguthaben vor. Die Bestände an Transaktionsguthaben könnten gemessen am Bruttosozialprodukt weiter zurückgehen. Solange dieser Vorgang andauert, wird die Geldnachfrage schwer zu schätzen sein. Und selbst am Ende dieser Übergangsphase könnte sich herausstellen, daß die Geldmengenaggregate im Vergleich zu früher als Indikator und Zwischenzielgröße an Aussagekraft eingebüßt haben.

### Monetäre Zielvorgaben: Die Bedeutung einer flexiblen Geldmengensteuerung

Anfang der siebziger Jahre war eine Reihe von Ländern angesichts einer seit Mitte der sechziger Jahre zunehmenden Inflation dazu übergegangen, Zielvorgaben für das Geldmengenwachstum zu verkünden. Die Beweggründe hierfür waren in erster Linie darin zu suchen, daß die Nominalzinsen bei hoher und veränderlicher Geldentwertung zu einem trügerischen Indikator des wirklichen Kurses der Geldpolitik geworden waren. Die Geldmenge in der Abgrenzung, die in engster Beziehung zum nominalen Bruttosozialprodukt stand, wurde als eine verlässlichere Bezugsgröße für die Antiinflationpolitik angesehen. Gleichzeitig wurde damit die Hoffnung verbunden, daß sich Zielvorgaben, die die Behörden öffentlich auf einen bestimmten Kurs verpflichteten, durch ihre Bekanntgabe günstig im Sinne einer Dämpfung der inflationären Erwartungen auswirken würden. Insbesondere, so wurde angenommen, könnten die Zielvorgaben eine schnellere Lohn- und Preis-anpassung begünstigen und damit die Kosten der Inflationsbekämpfung in Form von Produktions- und Beschäftigungseinbußen verringern und zudem den Staat selbst dazu bringen, seine Finanzpolitik an den Erfordernissen eines verstätigten Geldmengenwachstums zu orientieren.

Von Anbeginn sah man die angestrebten Stabilitätsziele in einem mittel- bis langfristigen Kontext, wobei sich die Währungsbehörden bewußt waren, daß kurzzeitig ein gewisser Grad an Flexibilität bei der Geldmengensteuerung notwendig sein würde, um das angestrebte Wachstum einzuhalten. Wenngleich das Einhalten – und Erreichen – eines einzigen Ziels die größten Erwartungseffekte hervorbringen mag, mußten gleichwohl die verschiedensten Eventualitäten und Ungewißheiten, die eine vorübergehende Abweichung vom Zielpfad oder mitunter sogar eine Änderung desselben rechtfertigen würden, in Rechnung gestellt werden.

Mehrere Gründe ließen eine flexible Handhabung als notwendig erscheinen. Erstens setzte die Verwendung eines Geldmengenziels eine stabile Nachfrage nach Geld voraus – eine Annahme, die für einige Länder mehr als für andere galt, aber in keinem von ihnen für alle Zeiten vorausgesetzt werden konnte. Zweitens bedingen verbindliche monetäre Zielvorgaben, daß binnen- wie außenwirtschaftliche Erschütterungen ihren Ursprung auf der Nachfrageseite haben, von mäßiger Stärke sind und nicht durch eine Änderung der Zielvorgabe „akkommodiert“ zu werden brauchen. Drittens ist ein verbindliches Geldmengenziel allein kein ausreichender Ersatz für ein harmonisches Aufeinanderabstimmen des wirtschaftspolitischen Instrumentariums; zudem gibt es Grenzen, über die hinaus ein Geldmengenziel nicht eingehalten werden kann, wenn nicht gleichzeitig notwendige Anpassungen in der Finanz- und vielleicht auch der Einkommenspolitik erfolgen. Schließlich kann es sich als undurchführbar erweisen, ein lange im voraus festgelegtes Geldmengenziel einzuhalten, wenn der Preisauftrieb nicht in dem Maße wie erwartet nachläßt, um Spielraum für ein erneutes reales Produktionswachstum zu schaffen.

Alles in allem dürften die in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre gemachten Erfahrungen gezeigt haben, daß diese ursprünglichen Vorbehalte gerechtfertigt waren. Von Zeit zu Zeit gab es starke und unerwartete Schwankungen der Geldnachfrage. Während diese mancherorts (namentlich in den USA und in Großbritannien) inländische Ursachen hatten, waren sie in anderen Ländern

(Deutschland und der Schweiz) durch Veränderungen der internationalen Anlagepräferenzen in Zusammenhang mit Währungsspekulationen bedingt. Was die wirtschaftlichen Erschütterungen anbelangt, so betrafen die in den siebziger Jahren aufgetretenen zumeist die Angebotsseite, wobei sich vor allem die Frage stellte, inwieweit die mit den beiden Ölpreisschüben verbundenen relativen Preisveränderungen durch die monetäre Expansion akkommodiert werden sollten. Überdies hielten die Schwierigkeiten bei der Abstimmung der wirtschaftspolitischen Instrumente in vielen Ländern an, so daß der für die Inflationsbekämpfung in Aussicht genommene Zeitplan revidiert werden mußte.

In Anbetracht der Schwierigkeiten bei der Geldmengensteuerung und angesichts der ungewissen weltwirtschaftlichen Perspektiven stellt sich die Frage, ob in einigen Ländern mehr Flexibilität bei der geldpolitischen Steuerung angezeigt wäre. Ohne Zweifel muß die Gesamtstrategie auf die Inflationseindämmung gerichtet bleiben. Mehr Flexibilität würde lediglich bedeuten, daß bei den einzelnen monetären Gesamtgrößen über sehr kurze Zeitspannen hinweg weniger Wert auf die strenge Einhaltung des Zielpfades gelegt und anderen finanziellen Indikatoren mehr Beachtung geschenkt wird – ein Weg, den einige Länder bereits eingeschlagen haben. In Großbritannien etwa gab der Schatzkanzler bei Vorlage des Budgets bekannt, daß die Behörden der Entwicklung einer Reihe von Geldaggregaten – ebenso wie anderen Faktoren, namentlich dem Wechselkurs – Beachtung schenken und daß, um dies zu verdeutlichen, die für 1982/83 festgesetzte Zielspanne für drei Aggregate und nicht wie in der Vergangenheit für eines gelten würde. In vielen anderen Ländern sind bereits seit langem flexible Elemente solch begrenzter Art in die Geldpolitik eingebaut.

Ohne Zweifel werden verkündete Geldmengenziele weiterhin nützliche Orientierungen für die Geldpolitik darstellen und den Märkten die Ernsthaftigkeit der behördlichen Absichten signalisieren. Die Industrieländer hatten diesen Weg beschritten, nachdem sich andere Strategien als unwirksam zur Eindämmung der Inflation herausgestellt hatten; zudem stellt er einen brauchbaren Ansatz zur Stabilisierung der Erwartungen dar. Insbesondere in großen Ländern wie den USA und Deutschland gibt es unter den gegenwärtigen Voraussetzungen keine monetäre Strategie von gleicher Wirksamkeit.

Die ungewisse Entwicklung der Geldnachfrage dürfte indes recht weite Zielspannen, einen häufigeren Wechsel der Zielgrößen und eine Beachtung der Entwicklung einer größeren Zahl von Geld- und Kreditaggregaten notwendig machen. In einer Hinsicht haben diese Unsicherheiten in den letzten Jahren zugenommen. In einigen Ländern, namentlich den USA, mag eine Fülle von durch hohe Zinsen angeregten finanziellen Innovationen es erschwert haben, die Nachfrage nach Geld vorauszusagen, ja selbst als Zielgröße geeignete Aggregate zu finden. Hinzu kommt, daß die Geldmengenentwicklung auch bei einer Verfeinerung der Steuerungssysteme in Zeiträumen von weniger als sechs Monaten wohl auch weiterhin erratisch verlaufen muß. Für sich betrachtet haben derartige Schwankungen wohl nur einen geringen Einfluß auf die Wirtschaft, aber die Maßnahmen, die ergriffen werden, um solche Schwankungen zu vermeiden, könnten zu instabilen Zinsen und Wechselkursen beitragen.

Die Nachteile, die in einem Inflationsklima eine ausschließliche Orientierung an den Nominalzinsen als Zielgröße hat, sind wohlbekannt; die Realsätze wiederum sind schwierig zu ermitteln. Höchst unbeständige Zinsen können indes zu starken Schwankungen der Wirtschaftsaktivität beitragen und strukturelle Probleme in der Wirtschaft und im Finanzsystem entstehen lassen.

Die Wechselkurse haben in den letzten Jahren zunehmende Bedeutung als geldpolitische Zielgrößen erlangt, und zwar nicht nur in den kleinen offenen Volkswirtschaften, sondern auch in den meisten großen. Zahlreiche Länder in Europa haben sich inzwischen formell oder unverbindlich auf Wechselkursziele festgelegt, worin sich nicht nur ihre Handelsinteressen, sondern auch ihre Bestrebungen niederschlagen, die importierte Inflation zu begrenzen. Die Erfahrung legt den Schluß nahe, daß in fast allen Ländern, insbesondere aber in jenen mit starren Lohnfindungssystemen, die Wechselkurse einen Einfluß auf Preise und Kosten haben, den die Geldpolitik berücksichtigen muß. Will man indes auf den Wechselkurs als wichtiges monetäres Zwischenziel mehr Nachdruck legen, so setzt dies natürlich voraus, daß zumindest ein großes Land seine Geldpolitik vorrangig mit dem Ziel festlegt, die inländische wirtschaftliche und finanzielle Situation zu stabilisieren.

In der Einführung neuer Geldmengensteuerungsverfahren in den USA in Zusammenhang mit der geldpolitischen Neuorientierung an den Bankreserven vom Oktober 1979 spiegelte sich u. a. das Bestreben der amerikanischen Notenbank, ihrer Entschlossenheit zur Fortsetzung des Kampfes gegen die Inflation neue Glaubwürdigkeit zu verleihen. Gleichzeitig ergab sich als Effekt des neuen Verfahrens ein starker Anstieg der Zinsen auf das zur Inflationsbekämpfung notwendige, realistischere Niveau; seitdem hat sich das Wachstum der eng definierten Geldbestände abgeschwächt. Mit der Zeit ist das Vertrauen in die Politik der amerikanischen Zentralbank allmählich gewachsen. In einer Hinsicht sind daher die notwendigen Voraussetzungen für eine flexiblere Geldmengensteuerung nunmehr vorhanden. Einer der wichtigsten Punkte in diesem Zusammenhang betrifft die Zeitspanne, innerhalb der die monetären Ziele einzuhalten sind. In den USA, wo versucht wird, die Ziele über sehr kurze Zeiträume einzuhalten, bewirken sensible Reaktionen des Finanzmarktes bei Überschreiten oder Unterschreiten der Zielvorgaben heftige Zinsschwankungen. Nichts dergleichen ereignet sich in jenen europäischen Ländern, die ihr monetäres Ziel über einen längeren Zeitraum hinweg zu treffen suchen und wo erratische Schwankungen der monetären Entwicklung nicht als ein Zeichen für die nachlassende Entschlossenheit der Behörden im Kampf gegen die Inflation gewertet werden.

Eine größere Flexibilität bei den monetären Steuerungstechniken muß nicht auf eine Verunstetigung der geldpolitischen Zielsetzungen hinauslaufen. Insbesondere kann eine gut konzipierte mittelfristige Zielstrategie im Verein mit Bestrebungen, extreme Schwankungen bei den Zinsen und Wechselkursen zu vermeiden, völlig vereinbar sein mit dem Erfordernis einer effektiven geldpolitischen Restriktion und weiter sinkenden Preissteigerungen. Ein solcher Ansatz kann sogar vertrauensbildend sein und den Währungsbehörden dabei helfen, entschlossen den Kurs fortzusetzen, der noch einige Zeit eingehalten werden muß, um die bisher erreichten Fortschritte zu konsolidieren.

## V. INTERNATIONALE ZAHLUNGSBILANZEN

### Schwerpunkte

Bis zum Frühjahr 1982 hatten sich die Zahlungsbilanzpositionen sowohl weltweit als auch in einer Reihe von größeren Industrieländern gegenüber Ende 1980 merklich verschoben, obwohl die genaue Größenordnung einiger Veränderungen nicht eindeutig ist. Der hohe OPEC-Überschuß ist vermutlich ganz verschwunden, während das beachtliche zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Zehnergruppenländer und der Schweiz einer ausgeglichenen Position gewichen ist. Allerdings haben sich in den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe und in den öleinführenden Entwicklungsländern die zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizite anscheinend weiter erhöht.

Daß der Abbau des OPEC-Überschusses und die damit einhergehende Verbesserung der Leistungsbilanzposition der Zehnergruppenländer rascher gingen, als Anfang 1981 vorausgesehen worden war, läßt sich in erster Linie zwei Faktoren zuschreiben, die beide aus dem zweiten Ölshock herrührten. Erstens kam es zu einem steilen Anstieg der Importnachfrage der OPEC-Länder, der etwa die Hälfte des Rückgangs ihres Leistungsbilanzüberschusses von 1980 auf 1981 erklärt. Zweitens wurden die Wirkungen der strikten Antiinflationpolitik zunehmend spürbar, welche die Industrieländer großenteils als Reaktion auf die Preiseffekte des zweiten Ölshocks eingeschlagen hatten. Um die zweite Hälfte des Jahres 1981 hatte die inländische Gesamtnachfrage in den Zehnergruppenländern zu steigen aufgehört, ihre Importnachfrage sich drastisch verlangsamt und der Welthandel real zu schrumpfen begonnen. Überdies waren die anhaltend schwache Inlandsnachfrage und weiterhin hohe Zinssätze in den großen Industrieländern für die Erhöhung der aggregierten Leistungsbilanzdefizite in den anderen zwei Hauptgruppen von Öleinfuhrländern verantwortlich; sie glichen die Vorteile verringerter Öleinfuhrzahlungen mehr als aus.

Innerhalb der Zehnergruppe variierte der Anpassungsgrad 1981 stark unter dem Einfluß divergierender Trends der Inlandsnachfrage und der relativen Außenhandelspreise sowie nicht zuletzt wegen großer Verschiebungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren. Mit Ausnahme von Belgien und Kanada erzielten alle Länder in der Gruppe im vergangenen Jahr bessere Leistungsbilanzergebnisse. Absolut gesehen fielen diese Verbesserungen der Leistungsbilanzen am höchsten in Japan, Großbritannien, Deutschland und den Niederlanden aus, aber auch in einigen anderen Ländern waren sie gemessen an der Größe ihrer Volkswirtschaften recht bedeutend.

Trotz andauernd hoher Leistungsbilanzdefizite in der übrigen öleinführenden Welt bereitete ihre Finanzierung im vergangenen Jahr allgemein keine größeren Probleme. Die internationalen Finanzmärkte deckten weiterhin den Großteil des



Bedarfs dieser Länder, wobei die Zehnergruppenländer erneut ihrer Rolle als hauptsächliche Nettoanbieter von Finanzierungsmitteln gerecht wurden. Allerdings trafen bestimmte Entwicklungsländer und einige Staaten in Osteuropa auf Verschuldungsgrenzen und mußten Anpassungsmaßnahmen ergreifen.

Die Aussichten auf eine weitere Anpassung der Weltzahlungsbilanzen hängen in erheblichem Maße vom weiteren Verlauf der Wirtschaftsaktivität in den größeren Industrieländern ab. Obwohl es nach einer gewissen Belebung der Inlandsnachfrage in diesen Ländern aussieht, was die letztjährigen Veränderungen im Weltleistungsbilanzgefüge teilweise rückgängig machen könnte, besteht kaum ein Zweifel, daß der Wirtschaftsaufschwung in der Zehnergruppe relativ mäßig sein wird. Außerhalb der Zehnergruppe scheinen daher exportinduzierte Verbesserungen der Leistungsbilanzen begrenzt zu sein, und bestimmte Länder mit hohen Defiziten werden weiterhin aktive Anpassungsmaßnahmen betreiben müssen.

## Das globale Zahlungsbilanzgefüge

### *Leistungsbilanzentwicklungen*

Das Bild der Weltleistungsbilanzen für 1981 ist zwar in seinen Grundlinien klar, aber unscharf, was die genauen Größenordnungen der eingetretenen Veränderungen angeht. Das Hauptmerkmal war eine starke Abnahme des aggregierten Leistungsbilanzüberschusses der OPEC-Länder und des zusammengefaßten Defizits der übrigen Welt. Die verfügbaren Statistiken zeigen indes einen Rückgang des OPEC-Überschusses, der nahezu zweimal so groß war wie der Abbau des zusammengefaßten Defizits der übrigen Welt in Höhe von \$ 24 Mrd. Der Gegenposten zum Rückgang des OPEC-Überschusses konzentrierte sich gänzlich auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz, in denen eine Verbesserung der Leistungsbilanz um \$ 43 Mrd. das 1980 verzeichnete Defizit nahezu beseitigte. In den übrigen entwickelten Ländern und in den ölimportierenden Entwicklungsländern haben sich die aggregierten Leistungsbilanzdefizite 1981 in jeder Gruppe um schätzungsweise \$ 10 Mrd. erhöht. Daher hat sich auf der Basis der verfügbaren Daten der Überhang der Leistungsbilanzdefizite über die Überschüsse, was ein beständiges Merkmal der Weltzahlungsbilanzstatistiken ist, von 1980 auf 1981 mit einer Steigerung von rund \$ 15 auf 45 Mrd. verdreifacht.

In den *OPEC-Ländern* schrumpfte der Leistungsbilanzüberschuß von \$ 114 auf 61 Mrd. praktisch allein aufgrund der Entwicklung der Handelsbilanz, in der sinkende Exporterlöse und höhere Importausgaben zu gleichen Teilen zu einer Verringerung des Außenhandelsüberschusses um \$ 48 Mrd. beitrugen. Der bestimmende Faktor hierfür waren die Veränderungen des Volumens der Importe und Exporte, was eine Verschlechterung der Handelsbilanz zu konstanten Preisen von 1980 um \$ 84 Mrd. verursachte, die nur zum Teil durch einen Terms-of-trade-Gewinn von 17% wettgemacht wurde. Auf der Einfuhrseite beschleunigte sich das Volumenwachstum auf 23%, was fast das Doppelte der Zuwachsrate von 1980 und nicht nur Ausdruck von ölpreisinduzierten Einkommenseffekten war, sondern vermutlich auch eine Reaktion auf die 4prozentige Verringerung der Importdurchschnittswerte. Auf der Exportseite wäre der Rückgang der Erlöse um \$ 24 Mrd.

Leistungsbilanzsalden 1979–81<sup>1</sup>

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981	1979	1980	1981
	Milliarden US-Dollar								
Belgien-Luxemburg*	- 4,7 <sup>2</sup>	- 5,5 <sup>2</sup>	- 5,7 <sup>2</sup>	1,7	0,4	0,4	- 3,0	- 5,1	- 5,3
Deutschland (BR) . . . . .	14,5	7,3	15,2	-20,5	-23,5	-22,8	- 6,0	-16,2	- 7,6
Frankreich . . . . .	- 2,3	-12,4	- 8,9	3,5	4,5	1,4	1,2	- 7,9	- 7,5
Großbritannien . . . . .	- 7,2	2,9	9,4	5,4	4,5	6,8	- 1,8	7,4	16,2
Italien* . . . . .	- 1,1	-16,4	-10,9	6,4	6,7	2,2	5,3	- 9,7	- 8,7
Japan* . . . . .	1,8	2,1	20,0	-10,6	-12,8	-15,2	- 8,8	-10,7	4,8
Kanada* . . . . .	4,0	7,1	5,8	- 8,2	- 8,7	-11,3	- 4,2	- 1,6	- 5,5
Niederlande* . . . . .	- 1,4	- 1,2	4,3	- 0,6	- 1,4	- 0,9	- 2,0	- 2,6	3,4
Schweden . . . . .	0,8	- 0,4	1,5	- 3,1	- 4,1	- 4,5	- 2,3	- 4,5	- 3,0
Schweiz* . . . . .	- 2,5	- 5,9	- 3,5	4,9	5,4	5,8	2,4	- 0,5	2,3
USA . . . . .	-27,3	-25,3	-27,8	28,7	29,0	34,4	1,4	3,7	6,6
<i>Zehnergruppe und Schweiz . . . . .</i>	<i>-25,4</i>	<i>-47,7</i>	<i>- 0,6</i>	<i>7,6</i>	<i>0,0</i>	<i>- 3,7</i>	<i>-17,8</i>	<i>-47,7</i>	<i>- 4,3</i>
Australien . . . . .	2,4	1,5	- 2,4	- 5,2	- 5,5	- 5,9	- 2,8	- 4,0	- 8,3
Dänemark* . . . . .	- 3,1	- 1,8	- 0,9	0,2	- 0,4	- 0,9	- 2,9	- 2,2	- 1,8
Finnland . . . . .	0,4	- 0,5	0,7	- 0,6	- 0,9	- 1,1	- 0,2	- 1,4	- 0,4
Griechenland* . . . . .	- 5,0	- 5,7	- 5,5	3,1	3,5	3,1	- 1,9	- 2,2	- 2,4
Irland* . . . . .	- 2,3	- 2,1	- 2,2	0,8	0,6	0,1	- 1,5	- 1,5	- 2,1
Israel . . . . .	- 3,4	- 3,4	- 3,7	2,1	2,4	2,2	- 1,3	- 1,0	- 1,5
Jugoslawien* . . . . .	- 6,1	- 4,8	- 3,2	2,4	2,4	2,4	- 3,7	- 2,4	- 0,8
Neuseeland* . . . . .	0,8	0,8	0,3	- 1,3	- 1,5	- 1,4	- 0,5	- 0,7	- 1,1
Norwegen . . . . .	0,2	2,0	3,1	- 1,2	- 0,9	- 0,7	- 1,0	1,1	2,4
Österreich* . . . . .	- 4,1	- 6,2	- 4,4	3,0	4,5	3,0	- 1,1	- 1,7	- 1,4
Portugal . . . . .	- 2,6	- 4,0	- 4,7	2,5	2,9	2,1	- 0,1	- 1,1	- 2,6
Spanien* . . . . .	- 6,0	-11,6	-10,1	6,8	6,6	5,1	0,8	- 5,0	- 5,0
Südafrika* . . . . .	6,0	7,1	- 0,7	- 2,5	- 3,6	- 3,8	3,5	3,5	- 4,5
Türkei . . . . .	- 2,2	- 4,1	- 3,1	1,0	0,9	1,0	- 1,2	- 3,2	- 2,1
<i>Sonstige ent- wickelte Länder</i>	<i>-25,0</i>	<i>-32,8</i>	<i>-36,8</i>	<i>11,1</i>	<i>11,0</i>	<i>5,2</i>	<i>-13,9</i>	<i>-21,8</i>	<i>-31,6</i>
<i>Entwickelte Län- der zusammen</i>	<i>-50,4</i>	<i>-80,5</i>	<i>-37,4</i>	<i>18,7</i>	<i>11,0</i>	<i>1,5</i>	<i>-31,7</i>	<i>-69,5</i>	<i>-35,9</i>
OPEC-Länder <sup>3</sup> . . . . .	107	168	120	-46	-54	-59	61	114	61
Sonstige Ent- wicklungsländer	-30	-45	-53	- 7	-14	-16	-37	-59	-69
<i>Entwicklungsländer zusammen . . . . .</i>	<i>77</i>	<i>123</i>	<i>67</i>	<i>-53</i>	<i>-68</i>	<i>-75</i>	<i>24</i>	<i>55</i>	<i>- 8</i>
Staatshandelsländer <sup>4</sup>	5	6	11	.	.	.	.	.	.

\*Angaben der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz für diese Länder enthalten keine einbehaltenen Erträge aus Direktinvestitionen.

<sup>1</sup>Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup>Importe und Exporte teilweise cif. <sup>3</sup>Zur Länderzusammensetzung s. Tabelle auf S. 102.  
<sup>4</sup>Bulgarien, Deutsche Demokratische Republik, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn und Volksrepublik China;  
auf zollstatistischer Basis; teilweise Schätzungen, einschließlich geschätzter Goldexporte der UdSSR.

zweimal so groß gewesen, wäre der noch nie dagewesene 18prozentige Rückgang der Exportmenge – die Umsätze von Rohöl fielen um etwa 4½ Mio. Barrel pro Tag auf 21 MB/T – nicht durch einen durchschnittlich 12prozentigen Anstieg der Ausführpreise zum Teil ausgeglichen worden. Der Rückgang des Exportvolumens ergab sich größtenteils aus einer Senkung des Ölverbrauchs (einschließlich der Vorräte der Verbraucher) im OECD-Gebiet um ungefähr 2,3 MB/T. Außerdem hat sich die Ölförderung in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern um schätzungsweise 0,5 MB/T erhöht, und die Ölvorräte der Industrie im OECD-Raum wurden um schätzungsweise 0,2 MB/T abgebaut.

Veränderungen in den Komponenten der Leistungsbilanz der OPEC-Länder 1980/81

	Alle OPEC-Länder		Länder mit niedriger Importaufnahmefähigkeit <sup>1</sup>		Länder mit hoher Importaufnahmefähigkeit <sup>2</sup>	
	1980	1981	1980	1981	1980	1981
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanzveränderung .....	53	-53	50	-15	3	-38
davon:						
Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz .....	- 8	- 5	- 6	- 3	- 2	- 2
Handelsbilanz .....	61	-48	56	-12	5	-36
davon:						
Exporte .....	90	-24	66	1	24	-25
(Volumenveränderungen) <sup>3</sup> .....	(-30)	(-54)	( 10)	(-21)	(-20)	(-33)
(Preisveränderungen) .....	(120)	( 30)	( 76)	( 22)	( 44)	( 8)
Importe <sup>4</sup> .....	-29	-24	-10	-13	-19	-11
(Volumenveränderungen) <sup>3</sup> .....	(-14)	(-30)	(- 3)	(-15)	(-12)	(-15)
(Preisveränderungen) .....	(-15)	( 6)	(- 7)	( 2)	(- 7)	( 4)

<sup>1</sup> Kuwait, Libyen, Oman, Qatar, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate. <sup>2</sup> Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Nigeria und Venezuela. <sup>3</sup> Die Mengeneffekte wurden berechnet, indem die geschätzten Volumenveränderungen auf die Export- und Importwerte des Vorjahres angewandt wurden; die Unterschiede zwischen diesen berechneten Mengeneffekten und den Veränderungen der Export- und Importwerte drücken in erster Linie Preiseffekte aus. <sup>4</sup> Ein Minuszeichen bedeutet eine Erhöhung der Importe.

Die Verminderung des OPEC-Überschusses 1981 vollzog sich nahezu vollständig in der zweiten Jahreshälfte, als er nach Schätzungen um zwei Drittel auf einen saisonbereinigten Jahreswert von \$ 30 Mrd. fiel. Die jahresdurchschnittliche Verbesserung des realen Austauschverhältnisses konzentrierte sich auf die ersten sechs Monate, als sich die Ölpreise noch im Steigen befanden, während sich die Einfuhrpreise als Folge der Stärke des Dollars abschwächten. Im zweiten Halbjahr beschleunigte sich der ungünstige mengenmäßige Trend der Exporte, da der vorherige Aufbau von Ölvorräten im OECD-Gebiet einem beträchtlichen Lagerabbau Platz machte.

1981 war eine weitere Polarisierung der Zahlungsbilanzen der OPEC-Länder mit hoher und niedriger Importaufnahmefähigkeit zu beobachten. Während der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß der Länder mit geringer Aufnahmefähigkeit in Höhe von \$ 77 nur 15 Mrd. niedriger als 1980 war, hat sich die Leistungsbilanz der Länder mit hoher Aufnahmefähigkeit nach Schätzungen von einem Überschuß von \$ 22 Mrd. 1980 in ein Defizit von \$ 16 Mrd. 1981 umgekehrt. Dies passierte allerdings hauptsächlich aus Gründen, die nichts mit der Importaufnahmefähigkeit der

zwei Gruppen zu tun haben. Tatsächlich nahmen die wertmäßigen Importe beider Gruppen etwa gleich stark zu, wobei die „Absorptionsschwachen“ ein bedeutend höheres mengenmäßiges Wachstum verzeichneten. Die wesentlichen Unterschiede lagen auf der Exportseite, wo die „Absorptionsschwachen“ ihre Erlöse von 1980 halten konnten, während die „Absorptionstarken“ hauptsächlich wegen der Ausfälle in der Ölförderung des Irans und des Iraks eine Abnahme um \$ 25 Mrd. verzeichneten. Deren gesamte Ölförderung belief sich 1981 nur auf 2,2 MB/T, verglichen mit 7,8 MB/T drei Jahre zuvor.

Der einzige Gegenposten zum sinkenden OPEC-Überschuß zeigte sich in den Leistungsbilanzen der *Zehnergruppenländer und der Schweiz*, deren aggregiertes Defizit von \$ 48 Mrd. 1980 auf \$ 4 Mrd. 1981 schrumpfte, wobei die Verbesserung vollumfänglich in der Handelsbilanz entstand. Die nachfolgende Tabelle illustriert die Hauptfaktoren für die große Veränderung der Handelsbilanz der Zehnergruppe (gemessen auf der Basis von Zollstatistiken), die sich 1981 sowie in den zwei vorhergegangenen Jahren ereignete. Das Öldefizit (netto) verringerte sich 1981 um \$ 9 Mrd., nachdem es 1979 und 1980 um insgesamt \$ 120 Mrd. zugenommen hatte, während sich der traditionelle Überschuß der Gruppe im Handel ohne Öl, nach einem Rückgang um \$ 2 Mrd. 1979, in den folgenden zwei Jahren um \$ 74 Mrd. vergrößerte. Diese Entwicklungen können auf das Zusammenspiel dreier Einflüsse zurückgeführt werden: erstens auf die durchschnittlichen Erhöhungen der Ölpreise um 40 bzw. 60% in den Jahren 1979 und 1980, welche den starken Anstieg des Öldefizits der Gruppe während dieser beiden Jahre verursachten; zweitens auf die antiinflationären, von den Zehnergruppenländern als Reaktion auf den zweiten Ölchock ergriffenen Maßnahmen, die nicht nur zum starken Anstieg des Handelsbilanzüberschusses (ohne Öl) der Gruppe 1980 und 1981 beitrugen, sondern auch die Ursache für den Rückgang ihrer Ölimportmenge in diesen beiden Jahren um 12 bzw. 13% waren; drittens auf das kräftige Wachstum des OPEC-Marktes, das der zweite Hauptgrund für die Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses (ohne Öl) der Gruppe 1980 und 1981 war.

Die größten Veränderungen während der Jahre 1979–81 in der Handelsbilanz der Zehnergruppenländer vollzogen sich natürlich gegenüber den OPEC-Ländern. Gleichzeitig gab es zwei weitere nennenswerte Veränderungen ihrer Handelsbilanz. Die erste war ein Wandel in der Struktur ihrer Ölzahlungen. In jedem der letzten

Veränderungen in den Komponenten der aggregierten Handelsbilanz der Zehnergruppenländer und der Schweiz 1979–81 (Schätzung)\*

Jahr	Handelsbilanz	Veränderung der Erdölzahlungen (netto)			Handelsbilanzen (ohne Öl)		
		Gesamt	an OPEC-Länder	an Nicht-OPEC-Länder	Gesamt	gegenüber OPEC-Ländern	gegenüber Nicht-OPEC-Ländern
Milliarden US-Dollar (= Erhöhung des Defizits/Rückgang des Überschusses)							
1979 .....	-53	-51	-38	-13	-2	-8	6
1980 .....	-33	-69	-55	-14	36	16	20
1981 .....	47	9	14	-5	38	16	22

\* Auf zollstatistischer Basis; Exporte fob und Importe cif.

drei Jahre erhöhten sich die Nettoölkäufe bei Nicht-OPEC-Ländern außerhalb der Zehnergruppe und stiegen um einen kumulierten Betrag von \$ 32 Mrd. Überdies gingen diese 1981 um \$ 5 Mrd. höheren Käufe mit einem Rückgang des Öldefizits gegenüber den OPEC-Ländern um \$ 14 Mrd. einher. Dies scheint darauf hinzuweisen, daß es unter den jüngsten Bedingungen eines Überangebots auf dem Ölmarkt die OPEC-Länder waren, die zunehmend die Rolle von Residualanbietern spielten. Zweitens hat sich trotz weiter gestiegener Nettoölkäufe an Nicht-OPEC-Länder im Jahre 1981 der aggregierte Handelsüberschuß der Zehnergruppenländer gegenüber diesen Ländern von 1980 auf 1981 fast verdreifacht. Dies erklärt, zumindest teilweise, warum die Leistungsbilanzdefizite der anderen entwickelten Länder und der öleinführenden Entwicklungsländer bei einem rückläufigen OPEC-Überschuß so hartnäckig hoch geblieben sind.

In den *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz* weitete sich 1981 das aggregierte Leistungsbilanzdefizit, wie aus der Tabelle auf S.101 ersichtlich, infolge einer Verschlechterung der Handelsbilanz sowie eines Rückgangs des traditionellen Überschusses bei den unsichtbaren Leistungen um \$ 10 auf 32 Mrd. aus. Das Defizit im Warenhandel erhöhte sich letztes Jahr aufgrund flauer Exportmärkte und einer weiteren Verschlechterung der Terms of trade auf fast \$ 37 Mrd. Innerhalb der Gruppe divergierten die Leistungsbilanztrends beträchtlich, hauptsächlich bedingt durch einen unterschiedlichen binnenwirtschaftlichen Kurs. Die Wirkung eines hohen Niveaus der Wirtschaftsaktivität, verstärkt durch einen Rückgang der Goldausfuhrerlöse, war der hauptsächliche Grund für die Verschlechterung der Handelsbilanz von Südafrika um \$ 7,8 Mrd., was sich im vergangenen Jahr insgesamt in einem Umschwung der Leistungsbilanz zu einem Defizit von \$ 4,5 Mrd. niederschlug. In Australien hat sich das Leistungsbilanzdefizit mit \$ 8,3 Mrd. mehr als verdoppelt, in erster Linie, weil die kräftige Inlandsnachfrage eine Umkehr der Handelsbilanz von einem Überschuß von \$ 1,5 Mrd. 1980 in ein Defizit von \$ 2,4 Mrd. 1981 herbeiführte. Auch in Irland und Portugal expandierten die Leistungsbilanzdefizite im vergangenen Jahr erheblich und erreichten 13 bzw. 11% des Bruttoinlandsprodukts. Hingegen kam es in Norwegen, im wesentlichen als Folge höherer Ölexporterlöse und einer gedrückten Binnenwirtschaftslage, zu einem ansehnlichen Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses von \$ 1,1 auf 2,4 Mrd. Der Türkei gelang es im vergangenen Jahr, ihr Leistungsbilanzdefizit um \$ 1,1 auf 2,1 Mrd. abzubauen. Dies war einem außergewöhnlichen 60prozentigen Anstieg der mengenmäßigen Exporte zuzuschreiben, der auf einer Verbindung von konkurrenzfähigem Wechselkurs, restriktiver binnenwirtschaftlicher Nachfragesteuerung und Sonderfaktoren beruhte. Außerdem verzeichneten Jugoslawien, Finnland, Dänemark und Österreich, hauptsächlich als Folge konjunkturbedingter Drosselungen der Importmengen, Verbesserungen ihrer Leistungsbilanzen.

In den *öleinführenden Entwicklungsländern* hat sich das Leistungsbilanzdefizit 1981 um schätzungsweise \$ 10 Mrd. auf einen neuen Rekordstand von \$ 69 Mrd. erhöht. Vor allem wegen der hohen Zinssätze gingen die Nettozahlungen für unsichtbare Leistungen um \$ 2 Mrd. hinauf, aber größtenteils erklärte sich die Verschlechterung aus einem Anstieg der Nettowareneinfuhren. Der wesentliche Grund für die Ausweitung des Handelsdefizits von \$ 45 Mrd. 1980 auf \$ 53 Mrd. 1981 war

eine Verschlechterung der Terms of trade um 5%, der vierte jährliche Rückgang hintereinander. Das Wachstum des Exportvolumens, das 1980 8% betragen hatte, verlangsamte sich auf 7%, während die realen Einfuhren weiter im Tempo des Vorjahres von 6% expandierten.

Die Verschlechterung der aggregierten Handelsbilanz dieser Länder erklärt sich mehr als zur Gänze aus einem bedeutenden Rückgang ihres Überschusses im Handel mit Rohstoffen (ohne Öl). Darin kam das steile Sinken der Rohstoffpreise zum Ausdruck, das durch die schwache Marktverfassung in den großen Industrieländern herbeigeführt wurde. Im Verlauf des zweiten Halbjahrs 1981 lagen die Rohstoffpreise (ohne Öl) auf Dollarbasis im Schnitt 21% unter ihrem Niveau in der entsprechenden Vorjahresperiode. Teilweise wurde diese Entwicklung dadurch ausgeglichen, daß die Erdölrechnung der Gruppe trotz eines 11prozentigen Anstiegs der Durchschnittspreise von Rohöl im vergangenen Jahr um vermutlich \$ 5–7 Mrd. abnahm. Eine rasch expandierende heimische Ölförderung ermöglichte es der Gruppe, das Volumen ihrer Erdöleinfuhren um rund ein Drittel zu verringern. Außerdem dürfte 1981 der Anstieg des strukturellen Defizits der öleinführenden Entwicklungsländer im Handel mit Fertigwaren – es verschlechterte sich von 1978 auf 1980 um etwa \$ 30 Mrd. – zum Stillstand gekommen sein.

Zum Teil als Folge dieser divergierenden Entwicklung der Hauptkomponenten der aggregierten Handelsbilanz zeigten die Handelsbilanzen einzelner Gruppen von öleinführenden Entwicklungsländern 1981 einen recht unterschiedlichen Verlauf. Erstens verzeichneten jene Nicht-OPEC-Entwicklungsländer, die Nettoexporteure von Erdöl oder zumindest nahezu Selbstversorger sind, eine Verschlechterung ihrer aggregierten Handelsbilanz von einem fast ausgeglichenen Saldo im Jahre 1980 zu einem Defizit von etwa \$ 8 Mrd. Gestiegene Exporterlöse wurden durch ein beträchtlich höheres Importvolumen mehr als aufgewogen. Die größte Erdölförderung in dieser Gruppe hat Mexiko, dessen Ölexporterinnahmen im vergangenen Jahr um nahezu die Hälfte auf etwa \$ 14 Mrd. stiegen, dessen Importe aber, hauptsächlich zur Unterstützung eines umfangreichen heimischen Investitionsprogramms, um rund 25% zunahmen. Zweitens gelang es jenen Ländern, die in den letzten Jahren beträchtliche Exportkapazitäten für Fertigwaren aufgebaut hatten, im vergangenen Jahr Exportmarktanteile zu gewinnen. Ihr gesamtes Exportvolumen erhöhte sich um schätzungsweise 13%, verglichen mit dem Welthandelwachstum bei Fertigwaren von nur 3%, und ihr zusammengefaßtes Handelsdefizit dürfte 1981 um etwa \$ 4 Mrd. gesunken sein. Dennoch waren mehrere dieser Länder im letzten Jahr mit bedenklichen Leistungsbilanzpositionen konfrontiert; z.B. mußte Brasilien ein binnenwirtschaftliches Stabilisierungsprogramm in Angriff nehmen, das seine Importe bremste. Die ungünstigste Außenhandelsentwicklung verzeichnete im vergangenen Jahr schließlich die große Anzahl von öleinführenden Entwicklungsländern, die ihre Exporterlöse hauptsächlich dem Absatz von Rohstoffen (ohne Öl) verdanken. Der Rückgang ihrer Ausführpreise schlug sich in einer weiteren Verschlechterung ihres realen Austauschverhältnisses nieder, dessen kumulativer Rückgang seit 1977 sich damit auf mehr als 20% erhöhte. Tatsächlich entfielen auf diese rohstoffgewinnenden Länder über zwei Drittel der Verschlechterung der aggregierten Handelsbilanz der erdölimportierenden Entwicklungsländer, die sich seit 1977 auf \$ 45 Mrd. beläuft.

Der Gesamtüberschuß der Warenhandelsbilanz der *Staatshandelsländer* hat sich im letzten Jahr schätzungsweise von \$ 6 auf 11 Mrd. erhöht. Ein Großteil der Verbesserung ist auf die Volksrepublik China zurückzuführen, wo der Überschuß von weniger als \$ ½ auf rund 4 Mrd. hochschloß. In den Ländern Osteuropas (einschließlich der UdSSR) ist der Handelsüberschuß schätzungsweise um \$ 1 auf etwa 7 Mrd. gewachsen, wobei die Zunahme weniger als die Erhöhung der sowjetischen Goldverkäufe ausmachte.

Schätzungen für die Leistungsbilanz der osteuropäischen Länder gegenüber westlichen entwickelten Ländern ergeben für das letzte Jahr ein Defizit von \$ 6 Mrd., das sind etwa \$ ½ Mrd. weniger als 1980. Die Warenhandelsbilanz der Gruppe verbesserte sich um etwa \$ 1½ Mrd., aber es stellte sich eine Verschlechterung in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz ein, da sich die Nettozahlungen von \$ 5 auf über 6 Mrd. erhöhten. Der Leistungsbilanzüberschuß der Sowjetunion gegenüber westlichen entwickelten Ländern dürfte bei fast \$ 2 Mrd. stagniert haben. Stark gestiegene Goldverkäufe glichen eine beachtliche, zum Teil durch einen Anstieg der Getreideimporte verursachte Verschlechterung der übrigen Handelsbilanz mehr als aus. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der anderen Länder dieser Gruppe ist nach Schätzungen mit knapp unter \$ 8 Mrd. etwas geringer ausgefallen. Eine kleine Verbesserung des Warenhandels wurde durch eine weitere Verschlechterung der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz im Gefolge höherer Schuldendienstzahlungen fast zunichte gemacht. In den einzelnen Ländern war das Außenhandelsergebnis uneinheitlich, was vor allem das Resultat unterschiedlicher Erfolge bei der Anpassung war, die in einigen Ländern wegen der begrenzten Verfügbarkeit von Auslandskrediten erforderlich wurde.

#### *Finanzierung der weltweiten Zahlungsbilanzungleichgewichte*

Im Anlageverhalten der *OPEC-Länder* im Jahre 1981 spiegelten sich klar sowohl der rasche Rückgang ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses als auch die erhöhte Polarisierung der Leistungsbilanzpositionen der Länder mit niedriger und hoher Importaufnahmefähigkeit. Wie aus der nachstehenden Tabelle ersichtlich, fanden etwa zwei Drittel der ausgewiesenen neuen Auslandsinvestitionen der OPEC in der ersten Hälfte des Jahres statt, als sich der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß auf das Jahr hochgerechnet auf rund \$ 90 Mrd. belief. Bis zum letzten Quartal, in dem der OPEC-Überschuß wahrscheinlich fast verschwunden war, waren die gesamten erfaßbaren Neuanlagen der OPEC-Gelder auf weniger als \$ 9 Mrd. geschrumpft.

Die ausgeprägte Umschichtung zu längerfristigen Anlagen, welche die Abnahme des OPEC-Überschusses nach dem ersten Ölpreisschock begleitet hatte, wiederholte sich im letzten Jahr. Der Anteil der kurzfristigen Plazierungen an den gesamten erfaßten Neuanlagen fiel von etwa der Hälfte im Jahre 1980 auf nur 6% 1981. Die ausgewiesenen Zuflüsse in OPEC-Einlagen bei internationalen Banken verringerten sich in den beiden Jahren von \$ 41,6 auf nur 3,7 Mrd. Dieser Wandel in der Fristigkeitsstruktur der OPEC-Anlagen stand zum Teil mit der unterschiedlichen Liquiditätspräferenz von Ländern mit niedriger und hoher Absorptionsfähigkeit und zum Teil mit der drastischen Verschlechterung der Zahlungs-

Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder  
1980/81 (Schätzung)<sup>1</sup>

	1980	Jahr	1981	
			1. Hälfte	2. Hälfte
Milliarden US-Dollar				
Statistisch erfaßter anlagefähiger Überschuß .....	86,5	53,9	33,9	20,0
Kurzfristige Anlagen .....	42,6	3,2	7,2	-4,0
davon:				
in den USA <sup>2</sup> .....	0,3	-2,6	-0,4	-2,2
in Großbritannien <sup>4</sup> .....	16,3	8,4	5,7	2,7
(darunter: Euromarktanlagen) .....	(14,8)	(7,9)	(4,9)	(3,0)
in den anderen Industrieländern <sup>3</sup> .....	26,2	-2,6	1,9	-4,5
Langfristige Anlagen .....	43,9	50,7	26,7	24,0
davon:				
in den USA .....	13,8	18,7	7,8	10,9
in Großbritannien .....	2,5	0,6	0,3	0,3
in den anderen Industrieländern .....	17,0	21,7	13,3	8,4
bei internationalen Organisationen <sup>4</sup> .....	4,9	2,5	1,3	1,2
in Entwicklungsländern .....	6,7	7,2	4,0	3,2

Quelle: Bank von England.

<sup>1</sup> Die Differenz zwischen der Leistungsbilanzposition und den statistisch erfaßten Auslandsanlagen beruht, neben Fehlern im Meldewesen, auf Kreditaufnahmen der OPEC-Länder (netto), Zuflüssen aus Direktinvestitionen, Handelskrediten und anderen statistisch nicht aufgliederbaren Kapitalbewegungen. <sup>2</sup> Einschließlich Bank- und Geldmarkteinlagen. <sup>3</sup> Nur Bankeinlagen. <sup>4</sup> Weltbank und IWF.

bilanzpositionen der Länder mit hoher Absorptionsfähigkeit in Zusammenhang. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, daß jene Länder im Nahen Osten, die als absorptionschwach angesehen werden, weiter ihre Einlagen bei Banken aufstockten. Bereinigt um wechselkursinduzierte Bewertungseffekte erhöhten sich ihre ausgewiesenen Einlagen 1981 um fast \$ 20 Mrd., das waren \$ 6 Mrd. mehr als im vorausgegangenen Jahr. Hingegen führten die OPEC-Länder mit hoher Absorptionsfähigkeit in dieser Region ihre Einlagen, die sie 1980 um \$ 16 Mrd. erhöht hatten, um \$ 11 Mrd. zurück. Schließlich änderte sich im vergangenen Jahr die Neigung der OPEC-Länder hinsichtlich der regionalen Verteilung der kurzfristigen Gelder bedeutend, vermutlich ein Ausdruck der Stärke des Dollars wie auch traditioneller Marktpräferenzen der wenigen verbleibenden Überschußländer. Neue kurzfristige Anlagen der OPEC-Länder als Gruppe wurden nur in Großbritannien und fast ausschließlich in Form von Eurodollareinlagen vorgenommen. Im Gegensatz dazu verzeichneten die anderen Industrieländer, die 1980 den Löwenanteil an neuen kurzfristigen OPEC-Anlagen erhalten hatten, im letzten Jahr einen Mittelabzug von \$ 5,2 Mrd.

Die Finanzierung der Zahlungsbilanzungleichgewichte in den *Zehnergruppenländern und der Schweiz* wird ausführlicher im nachfolgenden Abschnitt erörtert. Für die gesamte Gruppe war die geschätzte Auslandsfinanzierung mit \$ 37 Mrd. trotz des Abbaus des aggregierten Leistungsbilanzdefizits um \$ 43 Mrd. nur etwa \$ 10 Mrd. geringer als 1980. Dies lag daran, daß die Verbesserung in der Leistungsbilanz großenteils kompensiert wurde durch eine gegenläufige Veränderung der autonomen Kapitalbewegungen (die Grundlage für die Unterscheidung dieser geschätzten Kapitalbewegungen von jenen, die den Charakter von Finanzierungs-posten haben, wird auf S.118 beschrieben) von einer ausgeglichenen Position zu einem Nettoabfluß von \$ 33 Mrd. Der wesentliche Grund für die Wende bei den



aggregierten autonomen Nettokapitalbewegungen war ein starker Anstieg der Nettomittelabflüsse von Banken der Zehnergruppenländer in die übrige Welt, der in Zusammenhang mit dem Versiegen der Zuflüsse aus den OPEC-Ländern zu den Geschäftsbanken der Zehnergruppe stand. Zudem war auch, durch den Rückgang des OPEC-Überschusses bedingt, das Umschlagen der Bilanz des autonomen Kapitalverkehrs zum Teil ein Ausdruck der Tatsache, daß im letzten Jahr die offizielle Kreditaufnahme im Ausland für Zahlungsbilanzzwecke in erheblichem Ausmaß aus innerhalb der Zehnergruppe aufgebrauchten Mitteln finanziert wurde.

Die gesamten Kapitalzuflüsse von \$ 28½ Mrd. in die *entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz* blieben hinter dem Leistungsbilanzdefizit vom vergangenen Jahr zurück, so daß die gesamten offiziellen Währungsreserven der Gruppe (ohne SZR-Zuteilungen und Veränderungen der Goldreserven) um \$ 3 Mrd. abnahmen, verglichen mit einer Anreicherung der Reserven um \$ 3 Mrd. 1980. Wie in früheren Jahren beruhte ein Großteil der Kapitalzuflüsse auf einer Nettoverschuldung beim internationalen Bankensektor, die sich, bereinigt um Wechselkurseffekte, auf \$ 13,5 Mrd. belief, das waren \$ 4 Mrd. mehr als 1980. Die über den Verkauf von internationalen Anleihen neu aufgebrauchten Mittel betragen \$ 5,8 Mrd., praktisch ebensoviel wie im Jahr zuvor. Überdies beanspruchte die gesamte Gruppe 1981 IWF-Kredite von netto \$ 0,5 Mrd., während sie 1980 ihre Nettoverschuldung gegenüber dem Internationalen Währungsfonds leicht verringert hatte. Darin kam eine Nettokreditaufnahme von \$ 0,4 bzw. 0,6 Mrd. durch die Türkei und Jugoslawien zum Ausdruck. Hingegen nahmen mehrere andere Länder in der Gruppe netto Rückzahlungen vor.

In der Gruppe der *öleinführenden Entwicklungsländer* wurde das Leistungsbilanzdefizit in erster Linie aus denselben drei Quellen wie in der Vergangenheit finanziert. Die Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen dürften um \$ 1½ Mrd. auf einen Gesamtwert von \$ 9 Mrd. gestiegen sein; die Nettoeingänge aus Krediten zu weichen Bedingungen haben sich schätzungsweise um \$ 1½ auf 12 Mrd. erhöht; und die Nettokreditaufnahme bei den der BIZ berichtenden Banken betrug, bereinigt um Wechselkurseffekte, \$ 31 Mrd., verglichen mit \$ 34 Mrd. 1980. Darüber hinaus machten die Nettoziehungen erdölimportierender Entwicklungsländer auf den Internationalen Währungsfonds im letzten Jahr etwa \$ 5½ Mrd. aus, etwa \$ 2 Mrd. mehr als 1980, eine Folge der Ende 1980 vom Fonds angenommenen Politik des „Erweiterten Zugangs“. Schließlich blieben die gesamten offiziellen Währungsreserven, ohne SZR-Zuteilungen und die Veränderung der Goldreserven, im wesentlichen unverändert.

## **Zahlungsbilanzentwicklungen in den Zehnergruppenländern und der Schweiz**

### *Anpassungen der Leistungsbilanzpositionen*

Die sehr starke Verbesserung der aggregierten Leistungsbilanz der Zehnergruppenländer und der Schweiz von 1980 auf 1981 war unter den einzelnen Ländern der Gruppe breit gestreut. Mit Ausnahme von Belgien und Kanada verzeichneten 1981 alle Mitglieder der Gruppe bessere Leistungsbilanzen. Allerdings entfielen \$ 39 Mrd. oder 90% des Rückgangs des aggregierten Leistungsbilanzdefizits

der Gruppe auf vier Länder – Japan, Großbritannien, Deutschland und die Niederlande. Gleichwohl war die Verbesserung der Leistungsbilanzen der anderen Zehnergruppenländer gemessen am Bruttosozialprodukt mitunter ganz erheblich, wenn sie auch auf Dollarbasis viel geringer als die der oben erwähnten vier Länder ausfiel.

Gleichzeitig entwickelten sich die Leistungsbilanzen im Verlauf des Jahres zum Teil deutlich auseinander. In Großbritannien und den USA nahmen die Leistungsbilanzüberschüsse vom ersten auf das zweite Halbjahr 1981 merklich ab, während sich in Frankreich das Defizit beachtlich ausweitete. In drei anderen Ländern festigte sich während des Jahres die Leistungsbilanz beträchtlich. Von der ersten auf die zweite Jahreshälfte 1981 hat sich der Leistungsbilanzüberschuß in Japan mehr als verdoppelt und das italienische Defizit fast halbiert; in Deutschland hatte sich die Leistungsbilanz bis zum letzten Quartal in einen Überschuß gekehrt.

Innerhalb des Gesamtrückgangs des aggregierten Leistungsbilanzdefizits traten von 1980 auf 1981 einige ausgeprägte Unterschiede in der Entwicklung der Leistungsbilanzen der Zehnergruppenländer auf, die Ausdruck abweichender Entwicklungen von drei Hauptkomponenten waren: der Erdölbilanz, der Handelsbilanz (ohne Öl) sowie der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz.

Die Veränderungen der Erdölbilanz der einzelnen Länder waren im vergangenen Jahr weniger divergierend als der Verlauf der übrigen Leistungsbilanzkomponenten. Da das „Gesetz des einheitlichen Preises“ generell für Rohöl und Erdöl-derivate gilt, ergab sich die unterschiedliche Entwicklung der Ölbilanzen im vergangenen Jahr in erster Linie aus unterschiedlichen Veränderungen des Volumens der Erdöleinfuhren – teils wegen konjunktureller Faktoren und teils wegen kurzfristiger Öllagermaßnahmen. Ansehnliche Importdrosselungen halfen in Deutschland und Frankreich, die Ölrechnung merklich zu verringern, während in einigen anderen Ländern die Reduzierung der Öleinfuhrmenge 1981 hinter dem 12prozentigen Anstieg des Durchschnittspreises von Erdöl zurückblieb. Die größte Veränderung ergab sich allerdings in der Erdölbilanz von Großbritannien, wo höhere Nettoölexporte ungefähr \$ 5 Mrd. zur Verbesserung der Leistungsbilanz erbrachten.

Die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanzen wurden im letzten Jahr am stärksten durch Verschiebungen in der Kapitalertragsbilanz bestimmt. Diese Verschiebungen ergaben sich sowohl aus Bestandsveränderungen der Nettoauslandsanlagen der Länder als auch aus dem Zinsauftrieb. Während die USA und Großbritannien von einer verbesserten Kapitalertragsbilanz profitierten – die Bilanz der unsichtbaren Leistungen verzeichnete Verbesserungen von \$ 5,4 bzw. 2,3 Mrd. –, sahen sich Italien, Frankreich, Japan und Kanada einer Verschlechterung der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz gegenüber, die sich hauptsächlich aus einer ungünstigen Entwicklung der Kapitalertragsbilanz ergab.

Das stärkste Auseinanderdriften der Leistungsbilanzen der Länder vollzog sich allerdings in ihren Handelsbilanzen (ohne Öl). Diese Divergenzen waren teilweise dem unterschiedlichen Erfolg der einzelnen Länder auf den Exportmärkten außerhalb der Zehnergruppe zuzuschreiben, insbesondere auf dem OPEC-Markt, dem am kräftigsten wachsenden Exportmarkt der Industrieländer. Noch entscheidender ist allerdings, daß das unterschiedliche Außenhandelsergebnis (ohne Öl) ein

Ausdruck der Tatsache war, daß sich mehr als die Hälfte des gesamten Außenhandels der Zehnergruppenländer und der Schweiz zwischen den Gruppenmitgliedern selbst abspielt, mit der Folge, daß die Handelsbilanzen (ohne Öl) empfindlich auf Verschiebungen des relativen Nachfragedrucks und/oder der internationalen Wettbewerbspositionen zwischen den einzelnen Ländern der Gruppe reagieren.

Die nachfolgende Tabelle versucht einige grobe Schätzungen der Wirkungen zu liefern, die Veränderungen des realen Austauschverhältnisses, der relativen Niveaus der Wirtschaftsaktivität und der „anderen Faktoren“ auf die Handelsbilanzen (ohne Öl) der einzelnen Zehnergruppenländer im Verlauf der vergangenen zwei Jahre hatten. Die „anderen Faktoren“ beinhalten hauptsächlich die Wirkungen von Veränderungen der internationalen Wettbewerbspositionen auf der Basis von Kosten und Preisen, d.h. der realen effektiven Wechselkurse, sowie den Einfluß von nichtpreislichen Faktoren, wie der Verfügbarkeit, Qualität und Produktstruktur von Exporten. Bei der Schätzung des quantitativen Effekts, den die drei Determinanten auf Veränderungen der Handelsbilanz ausgeübt haben dürften, wurde die folgende Methode angewandt: Erstens wurden die Veränderungen der Handelsbilanzen (ohne Öl) in zwei Komponenten unterteilt, welche die Beiträge der Mengenentwicklung und der Veränderungen der relativen Außenhandelspreise wiedergeben. Der Terms-of-trade-Effekt wird in der Tabelle gesondert ausgewiesen. Zweitens wurde der Einfluß von relativen konjunkturellen Positionen auf die realen Handelsbilanzen gesondert geschätzt, wobei sowohl die Wirkung des Exportmarktwachstums jedes Landes auf das Volumen seiner Exporte als auch die Wirkung von Veränderungen der inländischen Gesamtnachfrage auf seine realen Einfuhren berücksichtigt wurden. Schließlich wurden jene Veränderungen der tatsächlichen Handelsbilanzen, die

Komponenten der Veränderungen in den Handelsbilanzen (ohne Öl) der Zehnergruppenländer und der Schweiz 1980/81 (Schätzung)<sup>1</sup>

	1980				1981			
	Veränderung der Handelsbilanz (ohne Öl)	Infolge von Veränderungen der			Veränderung der Handelsbilanz (ohne Öl)	Infolge von Veränderungen der		
		Terms of trade	konjunkturellen Position	anderen Faktoren <sup>2</sup>		Terms of trade	konjunkturellen Position	anderen Faktoren <sup>2</sup>
Milliarden US-Dollar								
Belgien .....	- 1½	- 1½	1½	- 1½	1½	- 2	2½	1
Deutschland (BR) .....	½	- ½	6½	- 5½	4	- 8½	10	2½
Frankreich .....	- 6	4½	3½	-14	2½	1½	1½	- ½
Großbritannien .....	3	4	10	-11	3½	2	7	- 5½
Italien .....	- 7½	1	- 3	- 5½	8	- 5½	½	13
Japan .....	16½	- 5	5	16½	20	8½	9½	2
Kanada .....	5	2	2	1	- 0	0	2	- 2
Niederlande .....	2	2	4	- 4	5	1	5½	- 1½
Schweden .....	- ½	1	½	- 2	1½	½	2	- 1
Schweiz .....	- 2½ <sup>3</sup>	- 1½	- ½	- ½	1 <sup>3</sup>	0	1½	- ½
USA .....	22½	- 5½	12½	15½	- 8	16½	4½	-29

<sup>1</sup>Auf zollstatistischer Basis; Exporte fob und Importe cif. <sup>2</sup>Enthält auch die Restgröße, die sich aus nicht eindeutig zuzuordnenden Preis- und Mengeneffekten sowie anfänglichen Handelsbilanzungleichgewichten ergibt. <sup>3</sup>Ohne erratische Posten.

sich nicht aus Terms-of-trade-Veränderungen oder dem relativen Nachfragedruck erklären, den oben erwähnten „anderen Faktoren“ zugeschlagen, wobei dieser Posten auch Schätzungsdifferenzen beinhaltet.

Mehrere Gesichtspunkte lassen sich bei der Anpassung der Handelsbilanzen (ohne Öl) der einzelnen Zehnergruppenländer während der vergangenen zwei Jahre unterscheiden. Erstens scheinen Wechselkursveränderungen in einigen Fällen über kurzfristige J-Kurven-Effekte einen bedeutenden Einfluß ausgeübt zu haben. Beispielsweise berührten der letztjährige durchschnittliche Anstieg des gewogenen Außenwerts des US-Dollars und des Yen (um 12½ bzw. 13%) und der Wertverlust der D-Mark (um 7½%) die Terms of trade (ohne Öl) der USA, Japans und Deutschlands stark und führten zu ansehnlichen Preiseffekten in der Handelsbilanz, die sich von den 1980 beobachteten deutlich abhoben.

Zweitens verzeichneten alle Zehnergruppenländer – mit Ausnahme von Italien und der Schweiz im Jahre 1980, als der steile Anstieg der inländischen Gesamtnachfrage in diesen Ländern ungünstige konjunkturelle Effekte hervorrief – reale Verbesserungen ihrer Handelsbilanzen als Folge von konjunkturellen Effekten in den Jahren 1980 und 1981. Dies war der Tatsache zuzuschreiben, daß in diesen Jahren die Wirtschaftsaktivität außerhalb des Zehnergruppengebiets im allgemeinen lebhafter war. Daneben wirkten sich die Veränderungen der relativen Nachfragedynamik in den einzelnen Zehnergruppenländern freilich kräftig auf die Verteilung der Handelsbilanzen (ohne Öl) innerhalb der Gruppe aus. So drückte die Erholung der Inlandsnachfrage in den USA 1981 den positiven Beitrag konjunktureller Mengeneffekte auf die amerikanische Handelsbilanz (ohne Öl) deutlich unter das Niveau von 1980 und trug gleichzeitig zu einer sehr günstigen mengenmäßigen Reaktion der Handelsbilanz (ohne Öl) von Japan bei, das den zweitgrößten Exportanteil am US-Markt hält. Andererseits waren die großen Mengenzuwächse beim Handel mit Nichterdölprodukten, die sich in Großbritannien, den Niederlanden und Deutschland aus konjunkturellen Faktoren ergaben, sowohl 1980 als auch 1981 in erster Linie durch die Flaute der Inlandsnachfrage in diesen Ländern bedingt.

Drittens lassen die Zahlen in der Tabelle vermuten, daß ein gewichtiger Einfluß – in einigen Fällen der wichtigste – auf die Veränderungen der Handelsbilanzen (ohne Öl) von den „anderen Faktoren“ ausgegangen sein dürfte, wovon der vielleicht nennenswerteste die Veränderung der realen effektiven Wechselkurse war. Obgleich die hier zur Isolierung der unterschiedlichen Einflüsse auf die Handelsbilanzen (ohne Öl) verwendete Methode nicht mehr als Hinweise auf Größenordnungen geben kann, hat es nach der Tabelle den Anschein, daß die Größe und vor allem die Richtung der Veränderungen von 1980 auf 1981, die auf die „anderen Faktoren“ zurückzuführen sind, im allgemeinen der etwas früher eingetretenen Entwicklung der internationalen Wettbewerbspositionen in den einzelnen Ländern entsprachen. Dies gilt insbesondere für zwei große Länder: die USA, wo ein bedeutender Umschwung des Beitrags der „anderen Faktoren“ zur Veränderung der Handelsbilanz mit einer zeitlichen Verzögerung dem Verlauf des realen effektiven Wechselkurses des Dollars folgte; und für Großbritannien, das sowohl 1980 als auch 1981 unter den Wirkungen der Verschlechterung seiner internationalen Wettbewerbsposition in den vorangegangenen Jahren litt. Auch in Japan, wo die positive

Veränderung der Restgröße 1981 viel geringer wurde, hatte sich die Wettbewerbsfähigkeit 1980 abgeschwächt. Umgekehrt verschwand im letzten Jahr in Italien und in Deutschland der 1980 verzeichnete negative Einfluß der „anderen Faktoren“ auf die Veränderung der Handelsbilanz nach den früheren Wertverlusten der realen effektiven Wechselkurse der beiden Länder. Die Auswirkungen der Wettbewerbsposition waren allerdings in einigen der kleineren Länder geringer. In Schweden und Kanada mag dies zum Teil auf den relativ hohen Exportanteil von Rohstoffen zurückzuführen sein, die sehr viel weniger empfindlich auf Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse reagieren. Belgiens schwache Reaktion auf eine stetige Verbesserung seiner Wettbewerbsposition seit 1977 dürfte einer Exportstruktur zuzuschreiben sein, die relativ stark auf schrumpfende Märkte ausgerichtet ist.

Von allen Ländern im Zehnergruppengebiet verzeichnete *Japan* im letzten Jahr die größte Veränderung in der Leistungsbilanz, wobei sich der Saldo von einem Defizit von \$ 10,7 Mrd. 1980 in einen Überschuß von \$ 4,8 Mrd. kehrte. Dies erklärte sich mehr als vollständig aus einer Ausweitung der Nettoexporte um \$ 17,9 Mrd., ausschließlich durch den Warenhandel (ohne Öl) bedingt. Das traditionelle Defizit bei den unsichtbaren Leistungen, einschließlich der Übertragungen, weitete sich um \$ 2,4 Mrd. aus, hauptsächlich infolge eines höheren Defizits bei Gebühren und Lizenzen und einer Verschlechterung in der Kapitalertragsbilanz.

Der scharfe Anstieg des Handelsüberschusses auf \$ 20 Mrd. im letzten Jahr wurde durch günstige Trends bei den relativen Außenhandelspreisen sowie bei den Mengen verursacht. Die Terms of trade verbesserten sich um 2½% und verstärkten die kräftigen Wirkungen einer Expansion der realen Exporte um 10½% sowie einer Drosselung der realen Einfuhren um 2%. Das Volumen an eingeführtem Mineralöl nahm um 6½% ab, während sich die übrigen Einfuhren real um etwa 2½% erhöhten. Die größten Exportzuwächse auf Dollarbasis wurden beim Verkauf in den Nahen Osten (+23½%), die USA (+23%) und Großbritannien (+26½%) erzielt. Dagegen erhöhten sich die Exporte in die anderen westeuropäischen Länder nur um 7%. Auf der Einfuhrseite ergaben sich sehr viel höhere Einkäufe in Großbritannien (+39½%), während die Importe aus den anderen westeuropäischen Ländern um 4% expandierten.

Der Überschuß der japanischen Handelsbilanz erreichte im dritten Quartal 1981 seinen Höhepunkt, als er saisonbereinigt \$ 6,3 Mrd. erreichte. Im vierten Quartal sank der Überschuß auf \$ 5 Mrd., wobei die realen Exporte um 4½% fielen, während die realen Importe um 5% zunahmen. In den ersten drei Monaten von 1982 fiel der Handelsüberschuß weiter auf \$ 3,9 Mrd. Da jedoch in dieser Periode gleichzeitig auch die Nettozahlungen für unsichtbare Leistungen zurückgingen, verzeichnete die saisonbereinigte Leistungsbilanz einen Überschuß von \$ 0,9 Mrd., was nur geringfügig weniger war als im Vorquartal.

In *Großbritannien* dürfte der Leistungsbilanzüberschuß 1981 den Spitzenwert von \$ 16,2 Mrd. erreicht haben. Dies stellte gegenüber 1980 eine Erhöhung um \$ 8,8 Mrd. dar, wovon drei Viertel auf den „unsichtbaren“ Handel entfielen. In der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen war der Anstieg der Nettoeinkünfte um \$ 2,3 Mrd. vollständig auf das Wiederauftauchen eines Überschusses in der Kapitalertragsbilanz zurückzuführen. Der größte Teil dieser Verbesserung ergab sich

aus einer Erhöhung der Nettozinseinnahmen der britischen Banken aus der Kreditaufnahme und -vergabe in Fremdwährungen sowie aus dem Rückgang der Erträge ausländischer Ölgesellschaften bei ihren britischen Geschäften.

Die offizielle Schätzung der Leistungsbilanz für 1981 enthält einen Außenhandelsüberschuß von knapp über \$ 9 Mrd., verglichen mit \$ 2,8 Mrd. im Jahre 1980. Die Verbesserung ergab sich größtenteils daraus, daß Großbritannien ein bedeutender Nettoexporteur von Erdöl geworden war. Die Zollstatistiken zeigen, daß sich die Ölhandelsbilanz von einem annähernden Gleichgewicht 1980 in einen Überschuß von über \$ 5 Mrd. gewandelt hat und das Handelsbilanzdefizit (ohne Öl) um \$ 3,6 auf 3,9 Mrd. zurückgegangen ist.

Die genaue Entwicklung der Handelsbilanz im Verlauf von 1981 wird sowohl durch das monatelange, durch einen Arbeitskonflikt im Staatsdienst bedingte Fehlen von Statistiken sowie durch Veränderungen in der Meldeweise der Exporte verhüllt. Es ist allerdings eindeutig, daß der Außenhandelsüberschuß im Verlauf des Jahres recht stark abnahm. Ein Vergleich der saisonbereinigten Außenhandelsdaten auf Zahlungsbilanzbasis für das vierte Quartal von 1981 mit jenen für das erste Quartal zeigt, daß sich die Handelsbilanz (ohne Öl), im Gegensatz zum Rückgang des Ölhandelsüberschusses um \$ 0,5 Mrd., erheblich stärker verschlechterte, und zwar von einem Überschuß von \$ 2 Mrd. in ein Defizit von \$ 0,3 Mrd. Sowohl das Niveau der Nichtölexporten als auch der -importe war im ersten Quartal von 1981 außergewöhnlich niedrig gewesen, aber Exporte wie Importe zogen im späteren Jahresverlauf an. Bis zum vierten Quartal waren die mengenmäßigen Nichtölexporten (ohne erratische Posten) 10½% höher als in den ersten drei Monaten, während die realen Nichtöleinfuhren, zum Teil als Folge des langsameren Lagerabbaus von Jahresmitte an, zwischen den zwei Perioden um 24% expandierten. Betrachtet man die mengenmäßige Entwicklung des Handels mit Nichtölprodukten über einen längeren Zeitraum, erhöhten sich die Einfuhren von Anfang 1980 bis zum Schlußquartal von 1981 trotz des Rückgangs der Inlandsnachfrage um über 8%, während die Exporte um 1½% abnahmen. Diese Verschiebungen dürften zum Teil einen Verlust an internationaler Konkurrenzfähigkeit widerspiegeln.

Größtenteils infolge eines Rückgangs der Nettoerdölexporten belief sich der saisonbereinigte Außenhandelsüberschuß in den ersten zwei Monaten von 1982 nur auf \$ 0,1 Mrd., verglichen mit \$ 0,5 Mrd. in den zwei vorangegangenen Monaten. Der Leistungsbilanzüberschuß in den ersten zwei Monaten dieses Jahres wird auf \$ 1,9 Mrd. geschätzt.

In *Deutschland* war die Leistungsbilanzentwicklung 1981 von Veränderungen in der Handelsbilanz geprägt. Die Verbesserung der Leistungsbilanz um \$ 8,6 Mrd., wodurch sich ein halbiertes Defizit von \$ 7,6 Mrd. ergab, läßt sich fast vollständig auf einen Anstieg des Handelsbilanzüberschusses um \$ 7,9 Mrd. zurückführen. Vom ersten bis zum vierten Quartal des Jahres erhöhte sich der Handelsüberschuß auf saisonbereinigter Basis von \$ 1,5 auf 6,5 Mrd., wodurch die Leistungsbilanz von einem Defizit von \$ 4,4 Mrd. in einen Überschuß von \$ 1,6 Mrd. umschlug. Das Defizit in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz zeigte auf Dollarbasis einen geringen Rückgang um \$ 0,7 auf 22,8 Mrd., obwohl es in D-Mark ausgedrückt höher als 1980 war.

Ungefähr 40% der Verbesserung des Handelsüberschusses waren einem Rückgang der Erdölrechnung zuzuschreiben, wobei das Volumen der Öleinfuhren um nahezu 15% sank. Außerdem profitierte die Handelsbilanz (ohne Öl) von einem Zuwachs des Exportvolumens um 5½%, der mehr als zweimal so hoch wie das reale Wachstum der deutschen Exportmärkte im vergangenen Jahr war. Dies war das Ergebnis der Verbesserung der deutschen Wettbewerbsposition, die sich aus der Abwertung der D-Mark und einem besonders starken Anstieg der Exporte in die OPEC-Länder ergeben hatte. Die Nichtöleinfuhren fielen real trotz eines 2½prozentigen Rückgangs der gesamten Inlandsnachfrage nur um 1%, was vermuten läßt, daß die ausländischen Lieferanten eine Verringerung ihrer Gewinnmargen hingenommen haben, um ihren Anteil am deutschen Markt zu verteidigen. Neben der Exportsteigerung in die OPEC-Länder – auf DM-Basis mehr als 50% – wurden große Zuwächse auch im Absatz in die Entwicklungsländer (+23%), die USA (+21%) und Großbritannien (+14%) erzielt. Die Exporte in die Staatshandelsländer stagnierten faktisch. Mehr als die Hälfte der Verbesserung der Zahlungsbilanz im Jahre 1981 auf DM-Basis fand gegenüber OPEC-Ländern statt, während im Gegensatz dazu in der Handelsbilanz gegenüber den EG-Ländern praktisch keine Veränderung eintrat.

Die tendenzielle Festigung der deutschen außenwirtschaftlichen Position setzte sich im ersten Quartal 1982 fort. Dank einer günstigen Außenhandelsentwicklung ging das Leistungsbilanzdefizit auf \$ 0,7 Mrd. zurück, verglichen mit einem Minus von \$ 4,4 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal.

Auch die Leistungsbilanz der *Niederlande* verbesserte sich im letzten Jahr sehr beträchtlich, hauptsächlich aufgrund einer kräftigen Erhöhung des Außenhandels, von einem Defizit von \$ 2,6 Mrd. in einen Überschuß von \$ 3,4 Mrd. Außerdem fielen die Nettozahlungen für unsichtbare Leistungen dank des Entstehens eines geringen Überschusses bei den Dienstleistungen leicht von \$ 1,4 auf 0,9 Mrd. Bei im letzten Jahr unveränderten Terms of trade war der eindrucksvolle Umschwung der Handelsbilanz von einem Defizit von \$ 1,2 Mrd. in einen Überschuß von \$ 4,3 Mrd. vornehmlich auf einen 7prozentigen Rückgang der volumemäßigen Einfuhren zurückzuführen. Der hauptsächliche Faktor war die Flaute der inländischen Gesamtnachfrage, die um 5% gefallen sein dürfte, mehr als in jedem anderen OECD-Land. Dies war Ausdruck eines Rückgangs der Investitionen und der Lagerhaltung, die beide erwartungsgemäß eine relativ große Wirkung auf die Importnachfrage hatten. Hingegen erhöhte sich das Volumen der Exporte nur um 1%.

In der *Schweiz* machte die Verbesserung der Leistungsbilanz von einem Defizit von \$ 0,5 Mrd. im Vorjahr in einen Überschuß von \$ 2,3 Mrd. im Jahre 1981 die von 1979 auf 1980 eingetretene Verschlechterung rückgängig. Obwohl die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz mit einem Anstieg der Nettoeingänge um \$ 0,4 Mrd. ihren Teil zur letztjährigen Verbesserung leistete, wurde der Hauptbeitrag vom Warenhandel erbracht, bei dem sich das Defizit um \$ 2,4 auf 3,5 Mrd. verminderte. Etwa \$ 1 Mrd. dieser Verringerung war einem günstigeren Ergebnis im Handel mit „erratischen“ Posten, wie z.B. Edelsteinen und Kunstgegenständen, zuzuschreiben. Läßt man diese Posten beiseite, waren die Exporte real 3% höher,

so daß sich ein Marktanteilsgewinn ergab, während die Einfuhren, teils in Reaktion auf eine Abflachung der Inlandsnachfrage, um 2% zurückgingen. Diese mengenmäßigen Veränderungen wogen eine geringfügige Verschlechterung der Terms of trade mehr als auf.

In den *Vereinigten Staaten* erhöhte sich der Überschuß der Leistungsbilanz 1981 um \$ 2,9 auf 6,6 Mrd. Die Nettowarenimporte nahmen um \$ 2,5 Mrd. zu, aber dies wurde durch einen Anstieg des Überschusses in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 5,4 auf 34,4 Mrd. mehr als ausgeglichen. Der Großteil der Verbesserung bei den unsichtbaren Leistungen kam aus der Kapitalertragsbilanz. Während die Nettoerträge aus Direktinvestitionen, in erster Linie in Form von einbehaltenen Gewinnen, um \$ 5 Mrd. niedriger als 1980 ausfielen, verbesserte sich die übrige Kapitalertragsbilanz um \$ 9 Mrd., im wesentlichen wegen des Anstiegs der Zinssätze im vergangenen Jahr.

Die geringe Ausweitung des Warenhandelsdefizits auf \$ 27,8 Mrd. war das Nettoergebnis gegenläufiger Volumen- und Preisbewegungen. Real verschlechterte sich die Handelsbilanz im letzten Jahr um rund \$ 15 Mrd., wobei das Volumen der Exporte um 1% zurückging, während die Importe um 5% expandierten. Innerhalb des Zuwachses der gesamten realen Einfuhren fiel das Volumen der Ölimporte um 11½%, während sich die Einfuhren von Nichterdölzeugnissen kräftig um 12½% erhöhten. Die negative Auswirkung dieser mengenmäßigen Entwicklung wurde durch eine 5½prozentige Verbesserung der Terms of trade, die sich aus der kräftigen Höherbewertung des gewogenen Dollarkurses ergab, größtenteils ausgeglichen.

Mit Ausnahme einer Verbesserung des Außenhandelsdefizits gegenüber OPEC-Ländern um \$ 9,4 Mrd. verschlechterten sich 1981 die Handelsbilanzen gegenüber allen Hauptländergruppen. Insbesondere kehrte sich die Handelsbilanz gegenüber den anderen Industrieländern von einem Überschuß von \$ 9,5 Mrd. 1980 in ein Defizit von \$ 2,2 Mrd. 1981 um, ausschließlich infolge einer Verschlechterung der Handelsbilanzen gegenüber den EG-Ländern und Japan. Nach Warengruppen gegliedert, wurde ein hoher Rückgang von \$ 7,5 Mrd. bei den Nettoexporten von industriellen Vorprodukten (ohne Öl) und Rohstoffen verzeichnet, während das Defizit im Handel mit Konsumgütern (einschließlich Fahrzeugen) um \$ 5,5 Mrd. anstieg.

Während sich das Handelsbilanzdefizit 1981 insgesamt relativ wenig vergrößerte, trat im Jahresverlauf trotz eines Rückgangs der Nettoeinfuhren von Rohöl und Erdölprodukten um \$ 2,3 Mrd. eine erhebliche Verschlechterung ein. Da sich die Terms of trade während des zweiten Halbjahrs 1981 mit einem Anstieg um 6% im Vergleich zum ersten Halbjahr stark verbesserten, muß die mengenmäßige Entwicklung während dieser Zeit besonders ungünstig gewesen sein. Da gleichzeitig der relative Nachfragedruck auf die Handelsbilanz nachzulassen begann, als die Gesamtnachfrage in den USA im späteren Verlauf von 1981 abflaute, ergab sich die Verschlechterung der Handelsbilanz im Jahresverlauf in erster Linie aus dem anhaltenden Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. In den ersten drei Monaten von 1982 schrumpfte das saisonbereinigte Außenhandelsdefizit bei einem stärkeren Rückgang der Einfuhren als der Ausfuhren auf \$ 5,9 Mrd., verglichen mit einem Minus von \$ 9,1 Mrd. im Schlußquartal von 1981.



In *Schweden* erklärt sich der Abbau des Leistungsbilanzdefizits 1981 gegenüber dem Vorjahr von \$ 4,5 auf 3 Mrd. mehr als zur Gänze aus einem Umschwung der Warenhandelsbilanz von einem Defizit von \$ 0,4 Mrd. zu einem Überschuss von \$ 1,5 Mrd. Die Nettoszahungen für unsichtbare Leistungen erhöhten sich dagegen um \$ 0,4 auf 4,5 Mrd., einschließlich einer Erhöhung des Defizits der Kapitalertragsbilanz um \$ 0,7 Mrd. Die Entwicklung des Warenhandels wurde infolge einer Abschwächung der Endnachfrage und des Abbaus der Ölverräte von einem 7prozentigen Rückgang der realen Einfuhren beherrscht. Die realen Exporte nahmen im gesamten Jahr um 1½% zu, nachdem sie nach der 10prozentigen Abwertung der Krone im September angezogen hatten. Die Verbesserung der realen Handelsbilanz wurde zum Teil durch eine 2prozentige Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses kompensiert.

In *Italien* verminderte sich das Leistungsbilanzdefizit 1981 um \$ 1 auf 8,7 Mrd. Das Handelsdefizit wurde kräftig von \$ 16,4 auf 10,9 Mrd. reduziert, aber ein Großteil dieser Verbesserung wurde durch einen Rückgang des Überschusses in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 4,5 Mrd. zunichte gemacht. Die Verschlechterung in der Bilanz der unsichtbaren Leistungen stammte vornehmlich aus höheren Abflüssen in der Kapitalertragsbilanz und aus einem niedrigeren positiven Saldo der Reiseverkehrsbilanz.

Die Zollstatistiken lassen darauf schließen, daß die letztjährige Verringerung der Nettowareneinfuhren gänzlich auf das Konto des Handels mit Nichterdölprodukten ging. Die Nettoszahungen für Erdöl stiegen sogar um \$ 1,8 Mrd., da die Öleinfuhrmenge nur um 3½% sank, während der Durchschnittspreis der Öleinfuhren 13% höher als 1980 war. Die Verbesserung der Handelsbilanz (ohne Öl) um \$ 8,3 Mrd. war ausschließlich das Ergebnis von günstigen Volumentrends; sie wurde in der Tat trotz einer Verschlechterung der Terms of trade um nahezu 10% erzielt. Das Exportvolumen weitete sich kräftig um 5½% aus, wobei der Absatz in den OPEC-Ländern von 13 auf 17% des Wertes der gesamten Exporte zunahm. Auf der Einfuhrseite sank das Volumen um 11½%, das war bei weitem der stärkste Rückgang in allen großen Industrieländern im Jahre 1981. Obgleich dies zum Teil eine Reaktion auf den starken Rückgang der inländischen Gesamtnachfrage war, spiegelte sich in der Stärke des Importrückgangs zum Teil die Einführung eines Importdepots im Mai wider.

Im Verlauf des Jahres 1981 verbesserte sich die Leistungsbilanzposition viel mehr, als die Jahresdaten vermuten lassen. Saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet fiel das Defizit von \$ 11 Mrd. im ersten Halbjahr auf nur \$ 6 Mrd. in der zweiten Hälfte, wobei faktisch die gesamte Verbesserung aus der Handelsbilanz stammte.

In *Frankreich* war das Leistungsbilanzdefizit 1981 mit \$ 7,5 Mrd. nur marginal kleiner als 1980. Es gab eine Verringerung des Handelsdefizits um \$ 3,5 Mrd., die durch einen Rückgang des Überschusses bei den unsichtbaren Leistungen um \$ 3,1 Mrd. – der größte Teil davon entfiel auf niedrigere Nettoeinnahmen in der Kapitalertragsbilanz – fast ausgeglichen wurde. Nach den Zollstatistiken läßt sich annähernd ein Drittel der Verbesserung der Handelsbilanz auf einen Rückgang der mengenmäßigen Nettoöleinfuhren zurückführen. Die Handelsbilanz (ohne Öl) verbesserte sich sowohl wegen eines leicht stärkeren Anstiegs der volumenmäßigen

Exporte im Vergleich zu den realen Importen als auch wegen einer geringen Verbesserung der Terms of trade (ohne Öl). Die französischen Exporteure von Fertigwaren haben anscheinend von dem ansehnlichen Rückgang des realen effektiven Wechselkurses des französischen Frankens seit 1980 profitiert. Der Anstieg des Importvolumens konzentrierte sich auf den späteren Teil des Jahres, als sich die Inlandsnachfrage im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Kurswechsel erholte. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet weitete sich das Außenhandelsdefizit von \$ 7,4 Mrd. im ersten Halbjahr auf \$ 10,4 Mrd. im zweiten Halbjahr aus.

1981 vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion* – ausschließlich infolge einer geringen Verschlechterung der Handelsbilanz – leicht auf \$ 5,3 Mrd. Die Zollstatistiken weisen darauf hin, daß die negativen Effekte eines 5prozentigen Terms-of-trade-Verlustes durch eine 4prozentige Drosselung der mengenmäßigen Importe größtenteils kompensiert wurden. Die realen Exporte blieben trotz der Tatsache, daß seit 1977 eine anhaltende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit registriert worden ist, unverändert. Das relativ schlechte Abschneiden bei den Exporten dürfte vornehmlich auf strukturelle Faktoren zurückzuführen sein. In Belgien haben die Exporte stärker als in anderen Industrieländern ihren Schwerpunkt bei Produkten – wie z.B. Stahl und Textilien –, in denen der Handel vergleichsweise gering gewachsen ist und in denen die Konkurrenz von seiten der Schwellenländer stark ist.

*Kanadas* Leistungsbilanzdefizit, das 1980 spürbar geschrumpft war, weitete sich 1981 um \$ 3,9 auf 5,5 Mrd. aus. Der Warenhandelsüberschuß verminderte sich um \$ 1,3 Mrd., hauptsächlich weil ein Streit um die Energiepreisfestsetzung zwischen Alberta und der Bundesregierung zeitweilig die heimische Erdölförderung unterbrach und zu höheren Erdöleinfuhren führte. Die Handelsbilanzen für die übrigen Hauptwarengruppen waren im großen und ganzen unverändert. Ein wichtiges Element für die Verschlechterung der Bilanz der unsichtbaren Leistungen um \$ 2,6 Mrd. war eine Erhöhung der Nettozinszahlungen an Gebietsfremde um \$ 1,1 Mrd. Darin kamen die bedeutende Zunahme der ausländischen Bestände an kanadischen festverzinslichen Wertpapieren und, in einem geringeren Umfang, eine Erhöhung der Zinsen für diese Schulden zum Ausdruck.

#### *Kapitalverkehr und Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte*

In den Zehnergruppenländern und der Schweiz ging 1981 der Abbau des aggregierten Leistungsbilanzdefizits einher mit einem im großen und ganzen kompensierenden Umschwung in der Bilanz des Kapitalverkehrs des privaten Sektors (einschließlich der Ausgleichsposten in den Leistungsbilanzen der Länder) von einer fast ausgeglichenen Position im Jahre 1980 zu aggregierten Nettoabflüssen von etwa \$ 40 Mrd. Wie schon früher dargelegt, war ein erheblicher Teil dieser Abflüsse einem sehr hohen Anstieg der Nettokapitalexporte durch Banken aus den Zehnergruppenländern zuzuschreiben.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die Gesamtbilanzen der einzelnen Länder der Gruppe in den Jahren 1980 und 1981, wobei der Kapitalverkehr soweit wie möglich in einen autonomen Charakter und in einen, der die

Eigenschaft von Finanzierungsposten hat, unterteilt wird. Die dabei verwendete Methode war, alle diejenigen Kapitalbewegungen als autonom zu klassifizieren, die nicht mit einiger Bestimmtheit als offizielle oder offiziell veranlaßte Kreditaufnahmen im Ausland zur Finanzierung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte erfaßt werden können. In bestimmten Fällen ist die Klassifizierung der Kapitalströme in gewissem Maße willkürlich, da die Trennlinie zwischen autonomen und kompensatorischen Transaktionen nicht immer klar ist. So wurden solche Ströme in einigen Fällen durch administrative Maßnahmen von seiten der Behörden beeinflusst, obwohl alle privaten Kapitalströme als autonom klassifiziert wurden (ausgenommen dort, wo die offizielle Auslandsfinanzierung über das heimische Bankensystem vorgenommen wurde oder wo die Kreditaufnahme privater Unternehmen im Ausland behördlich bewilligungspflichtig war). In der Tabelle werden die Direktinvestitionen

Zehnergruppenländer und Schweiz: Kapitalverkehr und Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte 1980/81

	Jahr	Leistungsbilanz	Autonomer Kapitalverkehr (netto)				Leistungsbilanzsaldo plus autonomer Kapitalverkehr	Finanziert durch:	
			Öffentlicher Sektor <sup>1</sup>	Direktinvestitionen	Anderer privater Kapitalverkehr und Ausgleichsposten	Insgesamt		Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors <sup>2</sup> (Zunahme+)	Veränderungen offizieller Netto-Währungsreserven <sup>3</sup> (Verbesserung-)
Belgien-Luxemburg	1980	- 5,1	- 0,1	1,4	- 0,3	1,0	- 4,1	5,0	- 0,9
	1981	- 5,3	- 0,1	1,7	- 6,1	- 4,5	- 9,8	7,5	2,3
Deutschland (BR) . . . .	1980	-16,2	- 0,6	- 3,3	- 7,4	-11,3	-27,5	12,2	15,3
	1981	- 7,6	- 2,5	- 2,8	1,0	- 4,3	-11,9	11,2	0,7
Frankreich . . . . .	1980	- 7,9	- 1,2	0,2	10,0	9,0	1,1	5,5 <sup>4</sup>	- 6,6
	1981	- 7,5	- 1,0	- 0,7	- 3,1	- 4,8	-12,3	7,3 <sup>4</sup>	5,0
Großbritannien . . . . .	1980	7,4	0,5	- 1,1	- 6,9	- 7,5	- 0,1	- 2,2	2,3
	1981	16,2	0,1	- 5,5	-12,6	-18,0	- 1,8	- 3,2	5,0
Italien . . . . .	1980	- 9,7	- 0,2	- 0,2	7,0	6,6	- 3,1	3,8	- 0,7
	1981	- 8,7	- 0,1	- 0,1	3,6	3,4	- 5,3	4,6	0,7
Japan . . . . .	1980	-10,7	4,1	- 2,1	13,4	15,4	4,7	-	- 4,7
	1981	4,8	5,1 <sup>5</sup>	- 4,7	- 1,0	- 0,6	4,2	-	- 4,2
Kanada . . . . .	1980	- 1,6	2,6	- 1,9	- 0,4	0,3	- 1,3	0,6	0,7
	1981	- 5,5	6,3	- 8,5	8,5	6,3	0,8	- 0,6	- 0,2
Niederlande . . . . .	1980	- 2,6	- 0,1	- 1,4	5,1	3,6	1,0	-	- 1,0
	1981	3,4	- 0,2	- 2,0	- 1,9	- 4,1	- 0,7	-	0,7
Schweden . . . . .	1980	- 4,5	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,8	- 5,3	5,2	0,1
	1981	- 3,0	- 0,2	- 0,6	2,4	1,6	- 1,4	1,7	- 0,3
Schweiz . . . . .	1980	- 0,5	-	-	- 3,4	- 3,4	- 3,9	-	3,9
	1981	2,3	-	-	- 2,0	- 2,0	0,3	-	- 0,3
USA . . . . .	1980	3,7	- 3,0	- 7,7	- 2,1	-12,8	- 9,1	1,2	7,9
	1981	6,6	- 0,2	11,7	-17,2	- 5,7	0,9	- 1,9	1,0
Insgesamt . . . . .	1980	-47,7	1,9	-16,5	14,7	0,1	-47,6	31,3	16,3
	1981	- 4,3	7,2	-11,5	-28,4	-32,7	-37,0	26,6	10,4

<sup>1</sup>Ohne Kreditaufnahme. <sup>2</sup>Vom Staat aus Zahlungsbilanzgründen getätigte oder induzierte Kreditaufnahme im Ausland, einschließlich der Kreditaufnahme in Fremdwährung durch inländische Banken. <sup>3</sup>Ohne SZR-Zuteilungen und grundsätzlich ohne Wertberichtigungen. <sup>4</sup>Enthält behördlich bewilligungspflichtige Kreditaufnahmen privater nichtfinanzieller Unternehmen. <sup>5</sup>Schätzung.

vom übrigen privaten Kapitalverkehr unterschieden, da der letztere im allgemeinen empfindlicher auf Zins- und Wechselkursentwicklungen reagiert. Diese Entwicklungen, die sich im wesentlichen auf die Struktur der privaten Kapitalströme innerhalb des Zehnergruppengebiets auswirken, hatten einen großen Einfluß auf die Veränderungen, die sich von 1980 auf 1981 in der Bilanz des privaten Kapitalverkehrs der meisten einzelnen Länder der Gruppe ergaben.

In faktisch allen Zehnergruppenländern unterschied sich die Bilanz des autonomen Kapitalverkehrs 1981 erheblich, und in einigen Fällen sehr stark, von jener des Jahres 1980. In fünf Ländern – Großbritannien, Japan, den Niederlanden, Kanada und Italien – kompensierte die Veränderung der autonomen Kapitalströme im großen und ganzen die Veränderung der Leistungsbilanz gegenüber dem Vorjahr. In vier anderen Ländern – Deutschland, USA, Schweden und Schweiz – verstärkten die Veränderungen der Kapitalbilanz jene in der Leistungsbilanz, während in diesem Zeitraum in Frankreich und der Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion im wesentlichen unveränderte Leistungsbilanzdefizite von großen negativen Verschiebungen in der Kapitalbilanz begleitet wurden.

In *Großbritannien* erhöhten sich die gesamten autonomen Kapitalabflüsse 1981 um \$ 10,5 auf 18 Mrd. und glichen damit die Verbesserung der Leistungsbilanz gegenüber dem Vorjahr mehr als aus. Eines der zwei Hauptelemente bei diesem Zuwachs war eine Verfünffachung auf \$ 5,5 Mrd. bei den Abflüssen aus Nettodirektinvestitionen, die sich in etwa gleichem Maß aus höheren britischen Investitionen im Ausland und niedrigeren Direktinvestitionen im Inland ergaben. Diese Veränderungen könnten zum Teil mit dem sehr niedrigen Niveau der Unternehmensgewinne in Großbritannien zusammenhängen. In der restlichen Kapitalbilanz des privaten Sektors, wo sich die gesamten Nettoabflüsse mit \$ 12,6 Mrd. nahezu verdoppelten, lag die Hauptveränderung in einem Anstieg des negativen Ausgleichspostens von \$ 1 auf 5 Mrd. Der andere Hauptbestandteil der privaten Kapitalabflüsse waren Nettowertpapierkäufe im Ausland, die sich 1981, nach einem sehr starken Zuwachs auf \$ 6,7 Mrd. 1980 im Anschluß an die Aufhebung der Kapitalverkehrsbeschränkungen, weiter auf \$ 7,6 Mrd. erhöhten.

Der gesamte Nettoabfluß aus autonomen Kapitaltransaktionen überstieg den geschätzten Leistungsbilanzüberschuß um \$ 1,8 Mrd., und die Behörden nahmen im Laufe des Jahres, zum Teil vorzeitig, Tilgungen von offiziellen Kreditaufnahmen im Ausland von \$ 3,2 Mrd. vor. Daher kam es zu einem Rückgang der offiziellen Nettoauslandsaktiva von \$ 5 Mrd., was sich vollständig in einem Rückgang der Währungsreserven niederschlug.

In *Japan* wurde wie in Großbritannien ein großer positiver Umschwung in der Leistungsbilanz durch die Veränderungen der autonomen Kapitaltransaktionen mehr als ausgeglichen. Autonome Nettozuflüsse von \$ 15,4 Mrd. 1980 machten Nettoabflüssen von \$ 0,6 Mrd. Platz, die durch den Leistungsbilanzüberschuß von \$ 4,8 Mrd. reichlich gedeckt wurden. Der entsprechende Anstieg der offiziellen Nettoauslandsaktiva von \$ 4,2 Mrd. war beinahe derselbe wie 1980.

Während sich die Nettokapitalabflüsse des öffentlichen Sektors 1981 um \$ 1 auf über 5 Mrd. erhöht haben dürften, kehrte sich der Kapitalverkehr des privaten Sektors abrupt um von Nettozuflüssen von \$ 11,3 Mrd. 1980 in Nettoabflüsse von

\$ 5,7 Mrd. 1981. Der entscheidende Faktor für diese Wende – die gänzlich auf Kapitaltransaktionen von Gebietsansässigen zurückging – war offensichtlich das ausgeprägte Zinsgefälle zwischen Japan und den USA, welches das ganze Jahr hindurch Anlagen in auf Dollar lautende Aktiva begünstigte. Die Nettoausfuhr von privatem langfristigem Kapital expandierte um etwa \$ 10 Mrd. auf einen Gesamtwert von \$ 11,6 Mrd. Bei den Direktinvestitionen nahmen die Nettoabflüsse um \$ 2,6 auf 4,7 Mrd. zu, und eine ähnliche Entwicklung bei den privaten Wertpapieranlagen verminderte die Nettozuflüsse auf \$ 1,2 Mrd. Andere langfristige Nettokapitalabflüsse, wozu Außenhandelskredite und private Kreditgewährungen gehörten, lagen mit \$ 8 Mrd. um 4,5 Mrd. höher. Die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse (einschließlich des Ausgleichspostens) sanken von \$ 13,1 auf 5,9 Mrd., hauptsächlich wegen eines Rückgangs der Nettozuflüsse zu den Banken in Höhe von \$ 6,8 Mrd.

Auch in den *Niederlanden* wurde die Verbesserung der Leistungsbilanz durch den Umschwung in der Bilanz der autonomen Kapitalbewegungen von Nettozuflüssen von \$ 3,6 Mrd. 1980 in Nettoabflüsse von \$ 4,1 Mrd. 1981 mehr als kompensiert. Das größte Element dieser Veränderung war eine Wende der Bilanz der Auslandstransaktionen des Bankensektors von Nettozuflüssen von \$ 4,4 Mrd. in Nettoabflüsse von \$ 0,9 Mrd. In den ersten drei Quartalen des Jahres kam es zu umfangreichen Nettoabflüssen über die Banken, die hauptsächlich damit zusammenhingen, daß sich das Zinsgefälle zwischen dem Gulden und der D-Mark – die beiden Währungen werden im allgemeinen als enge Substitute betrachtet – im Februar zugunsten der D-Mark verschob. In der Tat wurden im Schlußquartal, nachdem sich wieder ein Zinsgefälle zugunsten des Guldens herausgebildet hatte, die Nettoabflüsse durch beachtliche Zuflüsse abgelöst. Zudem waren die Nettozuflüsse aus Wertpapiergeschäften infolge eines bedeutenden Rückgangs des Erwerbs holländischer Wertpapiere durch Gebietsfremde um über \$ 2 Mrd. geringer als 1980. Da die gesamten autonomen Nettoabflüsse 1981 den Leistungsbilanzüberschuß um \$ 0,7 Mrd. überstiegen, kam es zu einem entsprechenden Rückgang bei den offiziellen Nettoauslandsaktiva.

In *Kanada* stieg der Auslandsfinanzierungsbedarf 1981 sehr stark an. Das Leistungsbilanzdefizit nahm um das Dreifache auf \$ 5,5 Mrd. zu, und die kanadischen Übernahmen von Gesellschaften in ausländischem Besitz, vornehmlich in der Erdöl- und Erdgasindustrie, waren mit einer Erhöhung der Nettoabflüsse aus Direktinvestitionen um \$ 1,9 auf 8,5 Mrd. verbunden. Dieser Finanzierungsbedarf wurde durch Nettozuflüsse aus autonomen Kapitaltransaktionen (ohne Direktinvestitionen) mehr als gedeckt. Verglichen mit \$ 2,6 Mrd. 1980 betrugen die Zuflüsse des öffentlichen Sektors insgesamt \$ 6,3 Mrd., dies hauptsächlich durch ein außergewöhnlich hohes Niveau von Auslandsemissionen der Länder und Gemeinden. Darüber hinaus kam es zu kurzfristigen Nettozuflüssen von \$ 16,1 Mrd. über das Bankensystem, da die Banken sehr große Beträge in Fremdwährung im Ausland aufnahmen, um Kredite an kanadische Gebietsansässige zu finanzieren, darunter Kredite zur Finanzierung der oben erwähnten Firmenübernahmen. Diese Zuflüsse über die Banken wurden zum Teil dadurch kompensiert, daß der Ausgleichsposten in der Zahlungsbilanz statistisch nicht aufgliederbare Nettoabflüsse von \$ 7,1 Mrd. aufwies.

In *Italien* wurde der geringe Rückgang des Leistungsbilanzdefizits 1981 durch eine Abnahme des Nettozuflusses bei den autonomen Kapitalbewegungen von \$ 6,6 auf 3,4 Mrd. mehr als ausgeglichen. Somit erhöhte sich der offizielle Finanzierungsbedarf im letzten Jahr auf \$ 5,3 Mrd., wovon der Großteil durch die Verschuldung des öffentlichen Sektors im Ausland gedeckt wurde. Der Rückgang der autonomen Nettozuflüsse beinhaltete sehr hohe und zu einem großen Teil sich kompensierende Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in der Struktur der Bankmittel und der statistisch erfaßten privaten Nichtbankmittel (ohne Direktinvestitionen). Im Bankensektor wich der starke Nettozufluss von \$ 8 Mrd., der 1980 eingetreten war, einem Nettoabfluss von \$ 1,4 Mrd.; im privaten Nichtbankensektor, wo die Kapitalbilanz 1980 (ohne Direktinvestitionen) ungefähr im Gleichgewicht gewesen war, gab es 1981 einen Nettostrom von \$ 7 Mrd., rund die Hälfte davon in Form von Handelskrediten. Diese Entwicklung, obgleich in der Tabelle als autonom eingestuft, war in einem bedeutenden Ausmaß das Nebenprodukt zweier, in den Anfangsmonaten von 1981 eingeführter administrativer Maßnahmen – des Plafonds für die Importfinanzierung der Banken und des Importdepots. Obwohl diese Maßnahmen auf die Verbesserung der Handelsbilanz ausgerichtet waren, hatten sie eindeutig auch die Wirkung der Verlagerung eines Teils der Leistungsbilanzfinanzierung vom Banken- in den Nichtbankensektor.

In *Deutschland* ging die Verbesserung der Leistungsbilanz 1981 mit einem starken Rückgang der autonomen Nettokapitalabflüsse von \$ 11,3 auf 4,3 Mrd. einher. Daher verringerte sich der gesamte offizielle Finanzierungsbedarf gegenüber dem Vorjahr von \$ 27,5 auf 11,9 Mrd. Im Gegensatz zu 1980, als es einen erheblichen Verlust an offiziellen Währungsreserven gab, wurde die offizielle Finanzierung 1981 fast vollständig durch Kreditaufnahmen im Ausland in Höhe von \$ 11,2 Mrd. bereitgestellt. Davon wurden \$ 10,1 Mrd. durch die Bundesregierung aufgenommen, mehr als die Hälfte davon bei OPEC-Ländern.

Der Rückgang der gesamten Kapitalausfuhr stellte sich trotz eines Anstiegs der offiziellen Nettoabflüsse um \$ 1,9 Mrd. ein, die eine Ausweitung der Kreditvergabe an Entwicklungsländer und der Nettoverkäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch Gebietsfremde umfaßten. Im privaten Sektor verringerten sich die gesamten Nettoabflüsse von 1980 auf 1981 von \$ 10,7 auf 1,8 Mrd., eine Reaktion auf den ansehnlichen Anstieg der deutschen Zinssätze im Februar und auf Aufwertungserwartungen hinsichtlich der D-Mark im späteren Jahresverlauf. Für diesen Rückgang waren drei Hauptelemente verantwortlich: Eine Abnahme der Nettowertpapieranlagen im Ausland um \$ 2,3 Mrd., teilweise infolge geringerer Käufe ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige und teilweise infolge höherer Käufe von deutschen Wertpapieren durch Gebietsfremde; ein Kapitalimport durch langfristige Kredite und Darlehen von \$ 2,1 Mrd., deren Zu- und Abflüsse 1980 in annäherndem Gleichgewicht gewesen waren; und eine günstige Entwicklung des Ausgleichspostens in Höhe von \$ 3,7 Mrd., der einen Umschwung des statistisch nicht aufgliederbaren Kapitalverkehrs von Nettoab- in Nettozuflüsse aufwies.

In den *Vereinigten Staaten* war der Rückgang der gesamten autonomen Kapitalabflüsse (ohne Veränderungen der Dollarbestände ausländischer Währungsbehörden in den USA, die in der offiziellen Währungsposition enthalten sind) von \$ 12,8 Mrd. 1980 auf \$ 5,7 Mrd. 1981 das Nettoergebnis eines weiteren Anstiegs

der Nettoabflüsse über den Bankensektor und eines noch größeren Zuwachses bei den anderen Kapitalzuflüssen.

Der Nettomittelabfluß aus Banken in den USA erhöhte sich von \$ 36,2 Mrd. 1980 auf \$ 43,1 Mrd. 1981. Diese Bewegungen von Bankengeldern werden im einzelnen in Kapitel VI auf S. 141ff. erörtert. In der übrigen Kapitalbilanz nahmen die gesamten autonomen Nettozuflüsse sehr beachtlich von \$ 23,4 auf 37,4 Mrd. zu. In beiden Jahren kam es zu sehr hohen statistisch nicht aufgliederbaren Zuflüssen im Umfang von \$ 29,6 Mrd. 1980 und \$ 24,6 Mrd. 1981, und um diese Finanzierungsströme bereinigt schlug die Bilanz des ausgewiesenen Nichtbankenkapitalverkehrs von Nettoabflüssen in Höhe von \$ 6,2 Mrd. 1980 in Nettozuflüsse von \$ 12,8 Mrd. 1981 um.

Der Hauptgrund für diese Veränderung lag darin, daß die Direktinvestitionen, die traditionellerweise erhebliche Nettoabflüsse aus den USA bewirken, 1981 zum ersten Mal seit über 20 Jahren sehr umfangreiche Nettozuflüsse hervorriefen. Die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland fielen von \$ 18,5 auf 7 Mrd., während die ausländischen Direktinvestitionen in den USA von \$ 10,9 auf 18,7 Mrd. hinaufgingen, was sich in einer Umkehr der Nettodirektinvestitionen von Abflüssen in Höhe von \$ 7,7 Mrd. zu Zuflüssen von \$ 11,7 Mrd. niederschlug. Der starke Rückgang der Direktinvestitionen im Ausland umfaßte eine Abnahme der reinvestierten Gewinne von ausländischen Niederlassungen amerikanischer Unternehmen sowie hohe Zuflüsse aus dem Verkauf kanadischer Töchter im Energiesektor durch amerikanische Unternehmen und aus der Kreditaufnahme amerikanischer Konzerne im Ausland. Die Zunahme der ausländischen Direktinvestitionen in den USA beinhaltete einen Anstieg der Zuflüsse über unternehmensinterne Konten und über ausländische Käufe von amerikanischen Aktien von \$ 9,4 Mrd. Zweifellos wurde ein Teil dieses Kapitalzustroms, der als Direktinvestitionen klassifiziert wird, durch das Zinsgefälle zwischen den USA und anderen Ländern verursacht – insbesondere die Kreditaufnahme amerikanischer Konzerne im Ausland und andere Verlagerungen über unternehmensinterne Konten.

Die offizielle Nettowährungsposition der USA, ohne SZR-Zuteilung, verschlechterte sich um \$ 1 Mrd. Darin kam ein Zuwachs der offiziellen Aktiva von \$ 4,1 Mrd., vornehmlich infolge eines Anstiegs der IWF-Reserveposition, zum Ausdruck, sowie eine Aufstockung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen um \$ 5,1 Mrd. Ein Abbau der offiziellen Verbindlichkeiten gegenüber Industrieländern um \$ 11,9 Mrd. wurde durch eine Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber anderen Ländern um \$ 17 Mrd. mehr als aufgewogen, davon \$ 12,9 Mrd. gegenüber OPEC-Ländern.

In Schweden wies die Bilanz des autonomen Kapitalverkehrs einen Umschwung von einem Defizit von \$ 0,8 Mrd. zu einem Überschuß von \$ 1,6 Mrd. auf, und der Saldo der offiziellen Finanzierung verminderte sich um fast \$ 4 auf 1,4 Mrd., da sich die Leistungsbilanz ebenfalls um \$ 1,5 Mrd. verbesserte. Dies gestattete eine bedeutende Verringerung der offiziellen Verschuldung im Ausland, und zwar von \$ 5,2 auf 1,7 Mrd.; die Nettoreserveaktiva stiegen um \$ 0,3 Mrd. Die günstigere Bilanz des autonomen Kapitalverkehrs ergab sich im wesentlichen aus einem Umschwung der privaten Transaktionen in einen Überschuß. Höhere Zuflüsse aus Wertpapiergeschäften und höhere Kreditaufnahmen im Ausland trugen

gleichermaßen zu einem Zuwachs der langfristigen Zuflüsse um \$ 1 Mrd. bei, und die kurzfristigen Nettoauslandsforderungen der Banken erhöhten sich um weitere \$ 0,7 Mrd. Darüber hinaus verminderte sich der negative Ausgleichsposten um \$ 0,9 auf 0,4 Mrd.

In der *Schweiz* gesellte sich 1981 zum Umschwung der Leistungsbilanz in einen Überschuß ein Rückgang der autonomen Kapitalabflüsse von \$ 3,4 auf 2 Mrd. Die Abnahme war gänzlich höheren statistisch nicht aufgliederbaren Kapitalzuflüssen zu verdanken, die, wie aus dem Ausgleichsposten ersichtlich, letztes Jahr um \$ 3 auf 10,1 Mrd. anstiegen. Die ausgewiesenen Nettokapitalabflüsse erhöhten sich hingegen gegenüber dem Vorjahr von \$ 10,4 auf 12,1 Mrd. Die Schweizer Gebietsansässigen stockten ihre Nettowertpapierbestände um \$ 9,1 oder 1,9 Mrd. mehr als 1980 auf, während die Nettoabflüsse über Banken, einschließlich der Dollarswaps mit der Nationalbank, mit \$ 3,1 Mrd. nur marginal geringer als im Vorjahr waren. Da der Leistungsbilanzüberschuß durch Nettokapitalabflüsse fast kompensiert wurde, blieb die offizielle Nettowährungsposition im letzten Jahr praktisch unverändert.

In *Frankreich* kam es von 1980 auf 1981 zu einer bedeutenden negativen Entwicklung in der Bilanz des autonomen Kapitalverkehrs, und zwar von Nettozuflüssen von \$ 9 Mrd. zu Nettoabflüssen von \$ 4,8 Mrd. In Verbindung mit einem etwas geringeren Leistungsbilanzdefizit von \$ 7,5 Mrd. schlug sich dies in einem offiziellen Finanzierungsbedarf von \$ 12,3 Mrd. nieder, wovon \$ 7,3 Mrd. durch Auslandskredite und der Rest durch einen Abbau der offiziellen Nettoauslandsaktiva gedeckt wurden. Die erfaßten privaten Nettokapitalzuflüsse, die 1980 über \$ 5 Mrd. betragen hatten, verschwanden praktisch letztes Jahr, hauptsächlich als Folge höherer Nettowertpapieranlagen im Ausland und langfristiger Kreditgewährung an das Ausland. Am stärksten veränderte sich allerdings der Ausgleichsposten, der sich von einem positiven Wert von \$ 5 Mrd. in einen negativen von \$ 3,9 Mrd. wandelte. Im Anschluß an die Präsidentschaftswahlen im Mai kam es zu umfangreichen Abflüssen von Geldern, aber im späteren Jahresverlauf verbesserte sich die Kapitalbilanz nach einem kräftigen Anstieg der heimischen Zinssätze und einer Verschärfung der Devisenkontrollen.

Auch in der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion* trat ein negativer Umschwung der autonomen Kapitalbewegungen von Nettozuflüssen von \$ 1 Mrd. 1980 in Nettoabflüsse von \$ 4,5 Mrd. 1981 ein. Diese Abflüsse ergaben im Verein mit dem Leistungsbilanzdefizit von \$ 5,3 Mrd. einen offiziellen Finanzierungsbedarf von \$ 9,8 Mrd., wovon \$ 7,5 Mrd. durch offizielle Auslandsverschuldung und der Rest durch eine Abnahme der offiziellen Nettoauslandsaktiva um \$ 2,3 Mrd. gedeckt wurden. Die hauptsächliche Veränderung der Kapitalbilanz in diesem Zeitraum war eine Zunahme der autonomen Abflüsse des privaten Sektors (ohne Direktinvestitionen) von \$ 0,3 auf 6,1 Mrd. Zwei Drittel der letztjährigen Nettoabflüsse, ohne Handelskredite und Kreditaufnahmen für den Staat, gingen über Banken. Die gebietsansässigen Nichtbanken stockten ihre Nettofremdwährungsforderungen gegenüber Benelux-Banken um \$ 2,5 Mrd. auf, während Gebietsfremde ihre Bestände an belgischen und luxemburgischen Franken bei diesen Banken um \$ 1,4 Mrd. abbauten. Diese Verlagerungen scheinen durch das Schrumpfen der kurzfristigen Zinsdifferenzen zugunsten des belgischen Frankens sowie durch Wechselkurservartungen ausgelöst worden zu sein.



## VI. INTERNATIONALE KREDIT- UND ANLEIHEMÄRKTE

### Schwerpunkte

Die internationalen Finanzmärkte verzeichneten 1981 erneut ein kräftiges Wachstum. Angesichts eines reichlichen Mittelaufkommens und einer unverändert starken Nachfrage nach internationalen Bankkrediten von seiten privater und staatlicher Schuldner sowohl aus Entwicklungsländern als auch aus Industriestaaten erhöhten sich die Bruttoauslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken auf wechselkursbereinigter Basis um \$ 268 Mrd., verglichen mit einem Anstieg von \$ 242 Mrd. im Jahre 1980. Ohne die Doppelzählungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken hat sich von 1980 auf 1981 das Wachstum der internationalen Ausleihungen schätzungsweise von \$ 160 auf 165 Mrd. verstärkt. Auch die Märkte für Auslands- und Euroanleihen verzeichneten 1981 eine lebhaftere Emissionstätigkeit, wobei sich die neue Finanzierung durch Anleihen, abzüglich geschätzter Tilgungen und Rückkäufe, auf \$ 36,5 gegenüber 28 Mrd. im Jahre 1980 belief.

Auf der Herkunftsseite des internationalen Bankkreditmarkts gab es von 1980 auf 1981 ausgeprägte Verschiebungen in der regionalen Struktur des Mittelzuflusses zu den berichtenden Banken. Die 1981 starke Abnahme des zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses der OPEC trug zu einem Rückgang der Neueinlagen dieser Länder bei den Banken von rund \$ 42 auf nur 3 Mrd. bei, wobei in der zweiten Jahreshälfte sogar OPEC-Gelder abgezogen wurden. Dieses Versiegen einer der wichtigsten Finanzierungsquellen für die internationalen Kreditmärkte wurde jedoch mühelos durch ein reichlicheres Kapitalangebot von anderer Seite ausgeglichen, ohne daß es zu einer allgemeinen Anspannung des Marktes kam. Insbesondere das Aufkommen neuer Mittel aus den großen Industrieländern wies weiterhin eine starke Zunahme auf, und zwar von etwa \$ 100 auf 135 Mrd. (ohne Doppelzählungen), was hauptsächlich auf das schnellere Wachstum der Auslandsanlagen der Banken und Nichtbanken in den USA zurückzuführen war. Auf der Verwendungsseite des Marktes unterschied sich die Kreditverteilung insgesamt nicht sehr stark von der des Jahres 1980. Es gab einen leichten Zuwachs bei den von Banken im Berichtsgebiet (im wesentlichen an die Zehnergruppenländer, die Schweiz, Österreich, Dänemark und Irland) neu vergebenen Mittel, während die Neuausleihungen an Länder des Außengebiets etwa dieselbe Größenordnung erreichten wie 1980. Die Neuausleihungen an die nicht der OPEC angehörenden Entwicklungsländer und an die entwickelten Länder außerhalb des Berichtsgebiets waren geringfügig höher als 1980, während die den osteuropäischen Staaten zusätzlich eingeräumten Kredite stark zurückgingen, was zum Teil durch die politische Lage in Polen bedingt war. Faßt man die beiden Seiten des Marktes zusammen, so ergibt sich, bedingt durch die Tatsache, daß das Berichtsgebiet die OPEC-Länder als Hauptquelle neuer Nettomittel abgelöst hat, als das wichtigste Merkmal des Jahres 1981 eine

Rückkehr zur Situation vor den Ölpreissteigerungen von 1979/80: ein umfangreicher, vom internationalen Bankensektor vermittelter Nettokapitalexport von größeren Industriestaaten zu den übrigen Ländern.

Seit Ende 1981 gab es Anzeichen für sich anbahnende Veränderungen auf dem Bankkreditmarkt, vor allem in bezug auf die Neuvergabe von Krediten an Länder des Außengebiets. Während im vergangenen Jahr die Länder Osteuropas die einzige Gruppe unter den Nicht-OPEC-Ländern des Außengebiets darstellten, denen gegenüber sich die Neuausleihungen der Banken abschwächten, könnten nunmehr die Banken angesichts der anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizite der ölimportierenden Entwicklungsländer sowie neuer politischer Unruhen allgemein zurückhaltender bei der Vergabe neuer Kredite an Länder in prekärer außenwirtschaftlicher Lage werden. Allerdings kann derzeit noch nicht gesagt werden, ob diese Neueinschätzung der Kreditwürdigkeit einiger Länder eine spürbare Abschwächung des Gesamtwachstums der internationalen Bankausleihungen zur Folge haben wird.

### **Gesamtzahlen der internationalen Ausleihungen im Jahre 1981**

Ein hervorstechendes Merkmal des internationalen Bankkreditgeschäfts im vergangenen Jahr war dessen rasches Wachstum. Zu jeweiligen Dollarwerten gerechnet erhöhten sich die Auslandsforderungen der Banken der Zehnergruppe, der Schweiz, Österreichs, Dänemarks, Irlands sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und Fernen Osten von \$ 1 322 auf 1 542 Mrd. Dieser in laufenden Preisen ausgedrückte Zuwachs von deutlich mehr als 16% lag etwas unter den Wachstumsraten der vorangegangenen Jahre. Die nominalen Zahlen geben freilich in gewisser Hinsicht ein verzerrtes Bild der wirklichen Situation. Die weltweite Rezession und ein starker Dollar bewirkten im letzten Jahr eine Trendumkehr der Dollarpreise für Außenhandelsgüter. So war beispielsweise der Index der Durchschnittswerte der Weltexporte, in US-Dollar berechnet, vom vierten Quartal 1979 zum vierten Quartal 1980 um 13% gestiegen, während er im Verlauf des Jahres 1981 um rund 3% zurückgegangen war. Wenn auch dieser Gesamtindex der Durchschnittswerte der unterschiedlichen Situation einzelner Ländergruppen nicht völlig gerecht werden kann, so besteht doch kaum ein Zweifel, daß sich die reale Expansion der internationalen Kreditaggregate im letzten Jahr stark beschleunigt hat und eine der größten war, die jemals verzeichnet wurde. Aus der Sicht der Schuldnerländer bedeutet dies, daß im Gegensatz zu den vorangegangenen Jahren, als die Nettokreditaufnahme bei den Banken in hohem Maße durch die inflationsbedingte Amortisation eines Teils der ausstehenden Schuld kompensiert wurde, 1981 eine solche Schuldenentlastung nicht stattfand.

Hinzu kommt, daß die Dollarwerte wie schon 1980 die Wachstumsdynamik des Marktes deutlich unterzeichnen, da ein steigender Dollarkurs den Gegenwert der auf Währungen wie die D-Mark, den Schweizer Franken und den Yen lautenden Forderungen verringerte. Wenn man diese Wechselkurseinflüsse eliminiert, dann stellt sich für 1981 der Zuwachs der Auslandsforderungen der berichtenden Banken auf \$ 268 Mrd., verglichen mit einer Ausweitung von \$ 242 Mrd. im Jahre 1980. Da die Ausklammerung der Wechselkurseinflüsse ein realistischeres Bild von der Größe und der Struktur der internationalen Finanzierungsströme vermittelt, werden die im

folgenden Text und in den Tabellen enthaltenen Stromgrößen, sofern nicht anders angegeben, auf einer wechsellkursbereinigten Basis wiedergegeben. Unbereinigte Bestandsgrößen sind diesem Kapitel als Anhang beigegeben.

Wie gewöhnlich sind die Zahlen über die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken im letzten Jahr durch Doppelzählungen aus der Weitergabe

Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung):  
Veränderung der Auslandsforderungen der Banken sowie  
internationale Anleiheemissionen

Kreditgeber	Mittelfluß bereinigt um Wechselkursveränderungen <sup>1</sup>				Stand Ende 1981
	1978	1979	1980	1981	
	Milliarden US-Dollar				
Banken in den berichtenden europäischen Ländern <sup>2</sup> .....	111,9	150,9	158,7	136,0	992,3
<i>darunter in Fremdwährung (Euromarkt)</i> .....	97,3	130,3	131,0	114,5	840,0
Banken in Kanada und Japan .....	14,8	16,5	28,5	23,5	122,5
Banken in den USA (einschließlich IBFs) .....	38,0	17,1	40,7	76,5	255,4
Niederlassungen von US-Banken an Offshore-Finanzplätzen <sup>3</sup> .....	15,0	21,0	13,7	31,6	171,8
Insgesamt .....	179,7	205,5	241,6	267,6	1542,0
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken .....	89,7	80,5	81,6	102,6	602,0
A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto) <sup>4</sup> .....	90,0	125,0	160,0	165,0	940,0
Emissionen von Euroanleihen und Auslandsanleihen ..	37,5	37,3	38,0	47,8	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe <sup>5</sup> .....	8,5	9,3	10,0	11,3	.
B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto) .....	29,0	28,0	28,0	36,5	.
A + B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt .....	119,0	153,0	188,0	201,5	.
abzüglich Doppelzählungen <sup>6</sup> .....	6,0	8,0	8,0	6,5	.
Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto) .....	113,0	145,0	180,0	195,0	.
<i>Nachrichtlich: nicht berichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen<sup>7</sup> .....</i>	<i>30,0</i>	<i>28,0</i>	<i>40,0</i>	<i>61,0</i>	<i>236,0</i>

<sup>1</sup> Bankkredite in Nichtdollarwährungen werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende, Nichtdollaranleihen zu solchen am Monatsende umgerechnet. <sup>2</sup> Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, die Niederlande, Österreich, Schweden und die Schweiz. <sup>3</sup> Bahamas, Kaimaninseln, Panama, Hongkong und Singapur. <sup>4</sup> Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsraums, d.h. außerhalb der Finanzzentren und Offshore-Finanzplätze, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel nicht bei Banken in den Finanzzentren nur zum Zwecke der Wiederanlage bei anderen Banken in diesen Zentren aufnehmen; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsraums, soweit solche Banken die Mittel in Landeswährung umwandeln oder sie dazu verwenden, unmittelbar Fremdwährungsgelder an inländische Kunden auszuliehen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie an andere Banken im Berichtsraum weiterzugeben; allerdings wird ein Abzug zur Berücksichtigung von Verrechnungssalden und ähnlichen Posten gemacht. Während sich das Auftreten gewisser Doppelzählungen in diesen Schätzungen nicht ganz ausschließen läßt, ist andererseits festzustellen, daß die Statistiken Lücken aufweisen und daß die derzeit vorliegenden Zahlen nicht die gesamten internationalen Ausleihungen der Banken erfassen. <sup>5</sup> Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Schätzungen und werden hier hauptsächlich zur Illustrierung von Tatbeständen wiedergegeben. Wenn auch die Fehlerspielräume im Verhältnis zur Höhe der Zahlen groß sind, ist es doch wenig wahrscheinlich, daß sie die Angaben über die gesamte neue internationale Finanzierung auf Nettobasis wesentlich verändern können. <sup>6</sup> Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderung gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Ausleihengeschäfts begeben werden. <sup>7</sup> Schätzungen, zu laufenden Wechselkursen, für die nicht berichtenden Banken an den in Fußnote 3 genannten Offshore-Finanzplätzen sowie für alle Banken in Bahrain und auf den Niederländischen Antillen.

von Beträgen zwischen den berichtenden Banken erheblich aufgebläht. Rechnet man diese Doppelzählungen heraus, dann kann die Zunahme der insgesamt von den berichtenden Banken 1981 international vermittelten Kredite auf \$ 165 Mrd. oder 21,5% veranschlagt werden, womit sich das Gesamtvolumen der ausstehenden Kredite auf rund \$ 940 Mrd. beläuft.

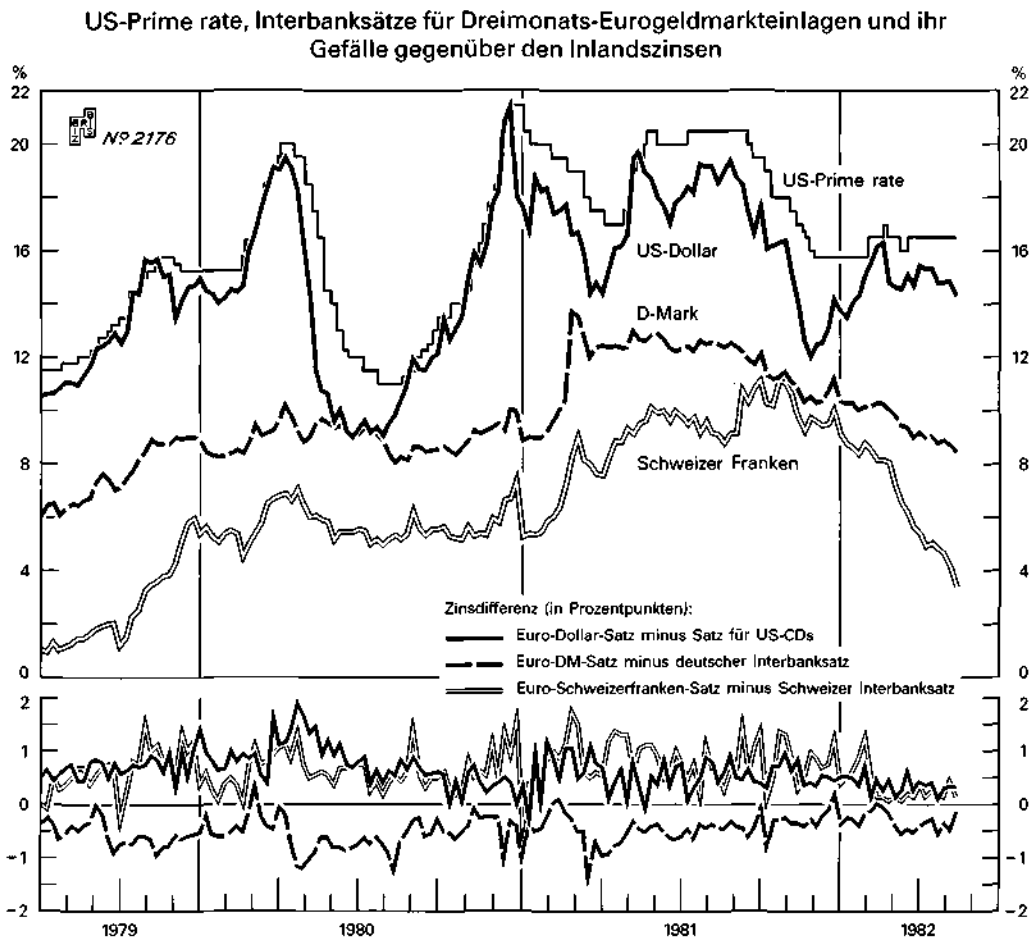
Die internationalen Anleihemärkte verzeichneten ebenfalls ein lebhaftes Geschäft. Die Bruttoneubegebungen von Auslands- und Euroanleihen beliefen sich auf \$ 47,8 Mrd., das sind fast \$ 10 Mrd. mehr als 1980. Nach Berücksichtigung von Tilgungen ausstehender Emissionen sowie Überschneidungen mit dem internationalen Bankensektor sind dies schätzungsweise weitere \$ 30 Mrd., die die internationalen Finanzmärkte im letzten Jahr vermittelt haben. Das gesamte internationale Kreditwachstum kann deshalb abzüglich der Doppelzählungen auf etwa \$ 195 Mrd. und somit auf \$ 15 Mrd. mehr als 1980 veranschlagt werden.

Was den Bankensektor betrifft, so verzeichneten die Banken in den USA (einschließlich der US-Niederlassungen ausländischer Banken) ein besonders ausgeprägtes Wachstum ihres internationalen Geschäfts. Ihre Auslandsforderungen schnellten um rund 43% in die Höhe; allerdings hatten die in den letzten Monaten des Jahres neu in den USA entstandenen „international banking facilities“ (IBF) einen erheblichen Anteil an diesem Wachstum. Aber selbst die Forderungen der Filialen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und Fernen Osten weiteten sich mit nahezu 23% recht stark aus. Überdies scheint auch das von der BIZ-Statistik nicht direkt erfaßte Offshore-Kreditgeschäft sehr kräftig, nämlich um fast 35% gewachsen zu sein. Eine bemerkenswert starke Geschäftsausweitung verzeichneten schließlich auch die Banken in Japan, deren Auslandsforderungen um 32,5% zunahmen. Demgegenüber wiesen die Auslandsaktiva der Banken in den europäischen Berichtsländern mit 16% ein verhalteneres Wachstum auf, wobei sich in Fortsetzung eines bereits in den Vorjahren erkennbaren Trends ihr Anteil an den insgesamt ausstehenden Positionen deutlich verkleinerte.

### **Wesentliche Einflüsse**

1981 war die Situation auf den internationalen Kreditmärkten durch ein reichliches zusätzliches Mittelaufkommen und eine starke Kreditnachfrage charakterisiert. In einigen Fällen waren die Banken jedoch weniger als früher bereit, Kredite zu gewähren. Im Laufe des Jahres kam die Kreditgewährung an osteuropäische Staaten aus wirtschaftlichen und politischen Gründen nahezu zum Erliegen, und die Banken nahmen auch gegenüber einigen wenigen anderen Ländern mit bestehender hoher Auslandsverschuldung und einer kritischen Zahlungsbilanzposition eine vorsichtigeren Haltung ein. Diese Länder mußten sowohl höhere Zinsaufschläge hinnehmen als auch verstärkt auf eine kurzfristige Verschuldung zurückgreifen. Angesichts des reichlichen Kapitalangebots führte diese Zurückhaltung gegenüber einigen Ländern dazu, daß die Banken um so mehr darauf bedacht waren, ihre anderweitige Kreditvergabe zu erhöhen, mit dem Ergebnis, daß die meisten privaten und staatlichen Kreditnehmer in der Lage waren, Darlehen zu sehr geringen Zinsaufschlägen zu erhalten.

Ein zweiter Einflußfaktor, der dazu beitrug, daß die Zinsaufschläge für Kredite an erste Adressen weiterhin stark gedrückt waren, war das exogen bestimmte hohe Niveau der Nominal- und Realzinsen, das weitgehend die Entwicklungen auf den nationalen Märkten, vor allem die monetäre Situation in den USA, widerspiegelte. Da die meisten internationalen Bankgeschäfte auf Dollarwährung lauten, bewirkten die ungewöhnlich hohen Dollarzinsen eine zusätzliche Ausweitung des Angebots an neuen Mitteln am Markt, während gleichzeitig das Wachstum der effektiven Nachfrage etwas gedämpft wurde und sich damit das Gleichgewicht der Marktkräfte weiter zugunsten erstklassiger Kreditnehmer veränderte.



Anmerkung: Auf der Basis von Mittwochswerten für die Interbanksätze und das Zinsgefälle.

Die Zinsentwicklungen tragen dazu bei, ein weiteres Merkmal auf der internationalen Finanzszenen im vergangenen Jahr zu erklären, nämlich die wachsende Interdependenz zwischen den heimischen und den internationalen Kreditmärkten. Sowohl das hohe Niveau als auch die Instabilität der Zinsen vergrößerten eher den Wettbewerbsvorteil, den die internationalen Märkte als Folge ihrer Freiheit von regulatorischen und institutionellen Hemmnissen genießen. Daher waren die Banken

des öfteren in der Lage, ihren größeren Kunden erster Adresse günstigere Bedingungen einzuräumen, indem sie die Kreditgeschäfte über ihre ausländischen Niederlassungen statt über ihre heimischen Zweiganstalten abwickelten. Dieser Trend wurde durch institutionelle Entwicklungen gefördert, z.B. boten die Banken in den USA ihren großen gewerblichen Inlandskunden die Option zwischen einer Verschuldung zum Leitzinssatz (Prime rate) oder zu einem an der Londoner Interbankrate (LIBOR) gebundenen Satz an. Die sich ergebende Umleitung der Bankgeschäfte über internationale Märkte dürfte in gewissem Umfang das gesamte internationale Kreditvolumen aufgebläht haben, ohne die internationalen Kapitalströme wirklich zu erhöhen und ohne die Verhältnisse an den nationalen oder internationalen Märkten direkt zu beeinflussen.

Daß sich für viele Länder im vergangenen Jahr bei internationalen Bankkrediten ein ausgesprochener Schuldnermarkt ergab, geschah trotz einiger wichtiger Veränderungen, die die Aufkommenseite an den Kreditmärkten keinesfalls begünstigten. Erstens trug das Schrumpfen des Leistungsbilanzüberschusses der ölexportierenden Länder zu einer sehr starken Verringerung der Mittelbeschaffung der Banken von dieser Seite her bei. Zweitens scheinen sowohl politische Entwicklungen wie andere Risikouberlegungen und vielleicht auch die Erwartung, daß die US-Zinsen den Höchststand erreicht haben dürften, dazu beigetragen haben, daß nicht aus den USA stammende Gelder von den internationalen Kreditmärkten auf die US-Wertpapiermärkte verlagert worden sind. Zum ersten Mal, seit solche Statistiken erhoben werden, wiesen die offiziellen Einlagen bei Banken auf dem eng definierten Eurogeldmarkt im Jahre 1981 einen größeren Rückgang in Höhe von \$ 13 Mrd. auf, während gleichzeitig die US-Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen Stellen außerhalb Westeuropas einen Anstieg von über \$ 20 Mrd. zeigten.

Der Rückgang des Angebots neuer Mittel aus diesen Quellen wurde jedoch durch einen sehr umfangreichen Geldexport von Banken in den USA und durch reichliche Mittelzuflüsse von US-Nichtbanken zu den internationalen Kreditmärkten ausgeglichen. Bereinigt um Doppelzählungen, die sich aus der Wiederanlage von Mitteln innerhalb der berichtenden Banken ergeben, kann geschätzt werden, daß 1981 etwa \$ 80 Mrd. zusätzlicher Mittel allein von diesen zwei Aufkommenseiten her der übrigen Welt zur Verfügung gestellt wurden.

Ein weiterer Einfluß, der sich auf das Angebot an neuen Mitteln auswirkte, war im vergangenen Jahr die Entwicklung an den Devisenmärkten, insbesondere die Höherbewertung des Dollars und die Instabilität der Wechselkurse im allgemeinen. Die Stärke des Dollars und die sehr hohen Dollarzinsen erhöhten die Attraktivität von Eurodollareinlagen erheblich, weitgehend zu Lasten von Einlagen in anderen Eurowährungen. Ein tatsächlicher Rückgang bei den gesamten Einlagen, die in anderen Eurowährungen als dem Dollar gehalten wurden, trat jedoch nicht ein.

Die Wechselkursbewegungen hatten auch Einfluß auf die Anteile, die die einzelnen nationalen Bankensysteme am gesamten Wachstum der Kreditmärkte erreichten. In den berichtenden europäischen Ländern ließ die Höherbewertung des Dollars den Buchwert der Dollarforderungen in heimischer Währung gerechnet steigen. Die sich daraus ergebende Verschlechterung der Bilanzrelationen hatte

zusammen mit den Bemühungen, die bankenaufsichtliche Kontrolle auf die international konsolidierten Positionen der Banken auszuweiten, auf das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts in einigen europäischen Ländern einen hemmenden Einfluß. Dies betraf vor allem die deutschen Banken, deren internationaler Manövrierspielraum in einigen Fällen auch durch Schwierigkeiten im Inland eingeengt worden war.

Andererseits erzielten die Banken in den USA ein stetiges schnelles Wachstum ihrer internationalen Aktivitäten, womit sie ihren beherrschenden Anteil und ihre führende Position an den internationalen Finanzmärkten mühelos behaupteten. Wenn überhaupt, so wirkte sich die Stärke des Dollars zu ihren Gunsten aus, und sie waren auch weniger als viele europäische Banken von der Verschlechterung der internationalen Finanzlage der osteuropäischen Kreditnehmer betroffen. Die dynamischste Gruppe auf den internationalen Märkten scheinen im vergangenen Jahr jedoch die japanischen Banken gewesen zu sein. Angesichts schwacher inländischer Kreditnachfrage und ermutigt durch die Lockerung der offiziellen Beschränkungen hinsichtlich ihrer Kreditvergabe an das Ausland, strebten sie energisch danach, ihren Anteil am internationalen Kreditgeschäft auszuweiten. Auch Banken aus den öl-exportierenden Ländern des Nahen Ostens ließen im vergangenen Jahr ihren Einfluß auf den internationalen Märkten in wachsendem Maße spürbar werden. Gestützt auf eine starke Kapitalposition weiteten sie ihren Anteil am Markt für Konsortialanleihen deutlich aus.

Auf der Verwendungsseite der internationalen Kreditmärkte war die Situation im vergangenen Jahr sowohl durch einen anhaltend großen oder sogar wachsenden Verschuldungsbedarf gekennzeichnet als auch durch Faktoren, die eine Verschuldung erschwerten, z. B. durch das weitgehend exogen bestimmte Rekordniveau der Realzinsen und, für einige Kreditnehmer, durch die wachsende Zurückhaltung der Banken, ihr Engagement zu erhöhen. Der starke Rückgang des OPEC-Überschusses führte nicht zu einer entsprechenden Abnahme des internationalen Finanzierungsbedarfs. Sein Gegenposten war zunächst eine Verbesserung der Leistungsbilanzsalden einiger wichtiger Industrieländer; der Rückgriff auf internationale Bankkredite durch die Gebietsansässigen dieser Staaten wurde jedoch durch die eingetretene Verbesserung in den Leistungsbilanzen dieser Länder kaum berührt. Für andere Ländergruppen wurde der positive Einfluß, den der Rückgang des OPEC-Überschusses sonst auf ihre Leistungsbilanzen ausgeübt hätte, durch die ungünstigen Entwicklungen in den Industrieländern mehr als ausgeglichen. Die wirtschaftliche Stagnation in den wichtigen Industriestaaten hatte auf die Exportnachfrage der übrigen Länder und auf die Rohstoffpreise einen stark rezessiven Einfluß. Außerdem trug das ungewöhnlich hohe Niveau der Dollarzinsen beträchtlich zur Schuldendienstlast der Darlehensnehmerstaaten bei. Besonders für einige Entwicklungsländer außerhalb des OPEC-Raums, die zumeist nur wenig Öl importieren, wiegt dieser Faktor allein die Vorteile der Einsparungen beim Ölverbrauch mitunter mehr als auf. Schließlich brachte die Höherbewertung des Dollars einen Anstieg der realen Preise der Öleinfuhren mit sich, ungeachtet der Entspannung an den Ölmärkten. Wenngleich mehrere Schuldnerländer auf diese Gegebenheiten mit einer Drosselung der inländischen Wirtschaftsaktivität reagierten, weitete sich das gesamte Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer (ohne OPEC) weiter aus.

Während diese Ereignisse die internationale Kreditnachfrage der Entwicklungsländer auf hohem Niveau hielten, trugen sie nicht dazu bei, die Krediteinstufung einiger Darlehensnehmer zu verbessern. Länder mit relativ bescheidener Auslandsverschuldung waren noch in der Lage, Kredite zu relativ günstigen Bedingungen zu erhalten, aber einige wichtige Kreditnehmer mit stark gesteigener Verschuldung hatten höhere Zinsaufschläge in Kauf zu nehmen. Schließlich bedeutete die Tatsache, daß die Auslandsverschuldung der meisten dieser Länder auf Dollar lautete, daß der scharfe Anstieg des Wechselkurses dieser Währung auf eine Erhöhung der Schuldenlast dieser Länder hinauslief, ohne daß überhaupt eine Neuverschuldung stattfand.

Die internationale Finanzierungsposition der osteuropäischen Länder wurde weitgehend von den gleichen negativen Einflüssen bestimmt, wie es bei den nichtölfördernden Entwicklungsländern der Fall war. Zusätzlich wurde die Kreditwürdigkeit dieser Länder aber durch die Rückwirkung der Ereignisse in Polen beeinträchtigt, durch die Verschlechterung des politischen Klimas in den Ost-West-Beziehungen sowie in einigen Fällen durch ökonomische Probleme binnenwirtschaftlicher Natur. Ungeachtet ihres wachsenden ausländischen Kreditbedarfs sahen diese Staaten ihren Zugang zum internationalen Bankkredit scharf begrenzt, wobei die Bereitschaft der Banken, ihren Kreditanforderungen zu entsprechen, sich im wesentlichen auf Kredite beschränkte, die rückversicherbar und staatlich garantiert waren.

Die Nachfrage nach internationalen Bankkrediten blieb bei den Industriestaaten lebhaft. Dies war in erheblichem Umfang die Folge eines weiterhin beträchtlichen Bedarfs an Mitteln zur Finanzierung von Leistungsbilanz- und Budgetdefiziten. Aber auch die Kreditaufnahme des privaten Sektors, die durch die relativen Kostenvorteile des internationalen Bankkredits angeregt wurde, war erheblich. Die Rückwirkungen der sich verstärkenden Rezession auf die Ertragslage und die Unternehmensbilanzen hielten den Finanzierungsbedarf hoch, ungeachtet der gestiegenen Zinsen und der ungünstigen Aussichten für die weitere Investitionstätigkeit.

Was die Perspektiven des Wachstums der internationalen Kreditmärkte für die nahe Zukunft angeht, so wird trotz des kräftigen Abbaus der OPEC-Überschüsse die potentielle Nachfrage nach neuen Krediten infolge der anhaltenden außenwirtschaftlichen Defizite in vielen Teilen der Welt wahrscheinlich hoch bleiben. Außerdem könnten einige Länder, deren Zahlungsbilanzsituation sich verbessert hat, die Absicht haben, bei den Banken Kredite zur Stärkung ihrer Devisenposition aufzunehmen, wie es auch nach 1973 geschah, als die Wirkungen des Ölpreisanstiegs abgeklungen waren. Ebenso dürfte auf der Kapitalangebotsseite des Marktes das reichliche Aufkommen an neuen Mitteln, das bisher den Banken zur Verfügung stand, durchaus anhalten, da das Austrocknen des Kapitalzuflusses von den OPEC-Ländern durch die wesentlich größere Verfügbarkeit von Mitteln aus dem Berichtsgebiet ausgeglichen wurde – wie es auch in den Jahren nach 1975 der Fall gewesen war.

Ändern dürfte sich jedoch das Bewußtsein der Banken hinsichtlich der Risiken, die mit ihrer internationalen Kreditvergabe verbunden sind. Schon 1981 waren die Banken bei der Erhöhung ihres Engagements gegenüber osteuropäischen Ländern und einigen anderen hochverschuldeten Staaten erheblich vorsichtiger



geworden. In neuerer Zeit hat es Anzeichen dafür gegeben, daß politische Verwicklungen die Banken aus verständlichen Gründen dazu führen können, noch größere Vorsicht walten zu lassen. Dies zeigte sich einmal an der Ausweitung der Spanne zwischen den niedrigsten und den höchsten Zinsaufschlägen bei der Gewährung neuer Kredite und gleichzeitig an der steigenden Zahl der Länder, denen gegenüber höhere Zinsspannen angewendet wurden. Ob diese Neueinschätzung zu einer generellen Verlangsamung des Wachstums der internationalen Bankkreditgewährung führen wird, ist noch nicht klar, da in einer Situation, in der das Aufkommen neuer Mittel weiterhin sehr reichlich ist, die Banken bei einer Verlangsamung der Darlehensgewährung an einige Ländergruppen versuchen dürften, anderweitig ihre Kreditfähigkeit um so stärker auszudehnen.

Im vergangenen Jahrzehnt haben die Banken auf dem Gebiet der internationalen Finanzierungen eine führende Rolle innegehabt. Dies bringt mit sich, daß ein verantwortungsbewusstes Geschäftsgebaren bei der internationalen Kreditvergabe nicht nur für die Solidität der Banken selbst, sondern auch für die gesamte Weltwirtschaft von großer Bedeutung ist. In der gegenwärtigen Situation dürfte eine größere Vorsicht bei der Bereitstellung zusätzlicher Finanzierungsmittel an eine Reihe von Staaten, gegenüber denen die Banken schon sehr stark engagiert sind und bei denen die Notwendigkeit der Durchsetzung inländischer Anpassungsprogramme besteht, durchaus gerechtfertigt sein. Gleichzeitig ergibt sich jedoch kein Widerspruch zur Einhaltung solider Bankgrundsätze, wenn die Banken sorgfältig nach der Berechtigung des Auslandsfinanzierungsbedarfs der einzelnen Länder unterscheiden. Ferner ist, wie die Erfahrung der Vergangenheit gezeigt hat, die Gefahr, daß die Länder einem zu abrupten Anpassungsprozeß unterworfen werden, ebenso vorhanden wie die Gefahr einer Verzögerung der Anpassung durch eine allzu großzügige Kreditgewährung. Ein sich verantwortungsbewußt verhaltendes internationales Bankensystem, das danach trachtet, diese beiden Fehler zu vermeiden, ist für einen reibungslosen Ablauf der internationalen Anpassungsprozesse von großer Bedeutung.

### **Herkunft und Verwendung der internationalen Bankmittel**

Im Jahre 1981 hat sich die regionale Aufgliederung der über die Banken geleiteten internationalen Finanzierungsströme sehr stark verändert. Da die Neueinlagen der OPEC-Länder bei berichtenden Banken praktisch zum Stillstand kamen, ging das Mittelaufkommen aus den Ländern von außerhalb des Berichtsgebiets von über \$ 58 Mrd. im Jahre 1980 auf \$ 28 Mrd. scharf zurück, während gleichzeitig das Angebot neuer Mittel von innerhalb des Berichtsgebiets (abzüglich der Doppelzählungen) von \$ 102 auf ungefähr 137 Mrd. anstieg. Gleichzeitig war auf der Verwendungsseite des Marktes die regionale Verteilungsstruktur nicht sehr verschieden von derjenigen des Jahres 1980. Es gab einen mäßigen Anstieg bei neugewährten Mitteln innerhalb des Berichtsgebiets selbst von etwa \$ 87 auf 93 Mrd., während die Neuausleihungen außerhalb des Berichtsgebiets in Höhe von etwa \$ 72 Mrd. auf dem gleichen Niveau wie im Jahre 1980 blieben. Faßt man beide Seiten des Marktes zusammen, so ergibt sich, daß der Nettokapitalbetrag, der von den internationalen Kreditmärkten aus dem Berichtsgebiet an die übrigen Länder weitergereicht wurde, von 1980 auf 1981 drastisch anstieg, und zwar von \$ 15 auf 44 Mrd.

Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditmarktmittel<sup>1</sup>

	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)						Stand Ende 1981
	1978	1979	1980		1981		
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Milliarden US-Dollar							
<b>Forderungen der Banken gegenüber:</b>							
Zehnergruppe und Schweiz, Österreich, Dänemark und Irland .....	102,6	112,6	56,0	80,2	41,5	101,6	819,9
davon: <i>europäisches Berichtsgebiet</i> ..	75,2	69,7	37,3	67,1	16,6	54,4	568,3
USA .....	12,8	28,5	5,0	2,8	10,3	35,7	133,6
Kanada .....	5,7	3,1	2,7	1,8	8,9	4,4	36,8
Japan .....	8,9	11,3	11,0	8,5	5,7	7,1	81,2
Offshore-Finanzplätze <sup>2</sup> .....	23,6	32,2	13,6	19,3	24,4	25,9	237,5
Übrige entwickelte Länder .....	5,7	7,5	7,4	8,1	8,5	8,4	98,9
Osteuropa .....	5,6	7,1	2,0	5,0	2,9	1,9	60,8
OPEC-Länder <sup>3</sup> .....	16,4	7,2	- 0,9	8,0	- 1,0	5,3	72,0
Übrige Entwicklungsländer .....	21,8	35,3	14,4	24,8	13,7	27,9	230,1
darunter: Lateinamerika <sup>4</sup> .....	12,9	22,9	10,5	17,9	12,0	20,6	158,5
Nicht aufteilbar <sup>5</sup> .....	4,0	3,6	1,8	1,9	4,9	1,7	22,8
<b>Zusammen</b> .....	<b>179,7</b>	<b>205,5</b>	<b>94,3</b>	<b>147,3</b>	<b>94,9</b>	<b>172,7</b>	<b>1542,0</b>
davon: <i>Innengebiet (brutto)</i> .....	124,7	143,5	69,3	99,3	67,9	127,7	1050,0
<i>Innengebiet (ohne</i> <i>Doppelzählungen<sup>6</sup>)</i> .....	35,0	63,0	55,0	32,0	38,0	55,0	448,0
<i>Außengebiet<sup>7</sup></i> .....	55,0	62,0	25,0	48,0	27,0	45,0	492,0
Gesamte internationale Bankaus- leihungen (netto) .....	90,0	125,0	80,0	80,0	65,0	100,0	940,0
<b>Verbindlichkeiten der Banken</b> <b>gegenüber:</b>							
Zehnergruppe und Schweiz, Österreich, Dänemark, und Irland .....	110,7	144,5	62,3	94,0	52,8	102,8	948,4
davon: <i>europäisches Berichtsgebiet</i> ..	76,3	116,4	35,7	67,3	21,6	52,5	658,6
USA .....	27,0	21,7	20,3	16,4	26,7	42,6	228,1
Kanada .....	3,0	2,0	3,1	2,5	2,1	2,5	27,4
Japan .....	4,4	4,4	3,2	7,8	2,4	5,2	34,3
Offshore-Finanzplätze <sup>2</sup> .....	24,8	42,0	6,7	20,5	16,8	38,7	219,5
Übrige entwickelte Länder .....	8,3	7,4	0,6	5,3	- 0,7	4,1	51,1
Osteuropa .....	1,6	4,6	- 2,9	3,7	- 5,1	5,2	14,8
OPEC-Länder <sup>3</sup> .....	2,9	37,0	24,2	17,4	6,7	- 3,5	156,8
Übrige Entwicklungsländer .....	14,0	12,4	1,6	2,5	0,3	10,1	99,3
darunter: Lateinamerika <sup>4</sup> .....	7,2	4,7	- 2,3	2,6	1,7	4,8	39,8
Nicht aufteilbar <sup>5</sup> .....	0,5	4,0	8,2	- 1,5	6,2	4,4	34,1
<b>Zusammen</b> .....	<b>162,8</b>	<b>251,9</b>	<b>100,7</b>	<b>141,9</b>	<b>76,8</b>	<b>161,8</b>	<b>1523,0</b>
davon: <i>Innengebiet (brutto)</i> .....	131,8	183,9	72,7	111,9	70,8	139,8	1158,0
<i>Innengebiet (ohne</i> <i>Doppelzählungen<sup>6</sup>)</i> .....	59,0	57,0	52,0	50,0	59,0	78,0	575,0
<i>Außengebiet<sup>7</sup></i> .....	31,0	68,0	28,0	30,0	6,0	22,0	365,0
Gesamte internationale Bankaus- leihungen (netto) .....	90,0	125,0	80,0	80,0	65,0	100,0	940,0

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen. Ab 1979 enthalten die Zahlen für die Banken in den USA keine Depotwerte mehr mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagezertifikate von US-Banken. Zuvor waren nur die für Gebietsfremde verwahrten Schatzwechsel und -anweisungen ausgeklammert. Die Stromgrößen für das zweite Halbjahr 1981 sowie die Bestandsgrößen für Ende 1981 enthalten die Auslandspositionen der „international banking facilities“.

<sup>1</sup> Regionale Aufgliederung der Veränderungen der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz, Österreich, Dänemark und Irland sowie der Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, Hongkong, den Kaimaninseln, Panama und Singapur. <sup>2</sup> Bahamas, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Vanuatu (vormals Neue Hebriden) und übriges Britisch-Westindien. <sup>3</sup> Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. <sup>4</sup> Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. <sup>5</sup> Einschließlich internationaler Institutionen (ohne BIZ). <sup>6</sup> Ohne die Weitergabe von Beträgen zwischen den berichtenden Banken, aber einschließlich eines Teils des nicht aufteilbaren Postens und der Positionen gegenüber den Bahamas, Hongkong, den Kaimaninseln, Panama und Singapur. <sup>7</sup> Einschließlich der Positionen gegenüber den übrigen Offshore-Zentren sowie des Restes des nicht aufteilbaren Postens.

Außerhalb des Berichtsgebiets blieben die nichtölfördernden Entwicklungsländer brutto wie netto betrachtet die wichtigsten Kreditnehmer für internationale Bankmittel. Die statistisch erfaßten Forderungen der berichtenden Banken an diese Länder stiegen im vergangenen Jahr um \$ 41,6 auf insgesamt 230 Mrd. Dies lag ungefähr um \$ 2,5 Mrd. über dem Zuwachs von 1980, und wenn man Lücken in der Statistik berücksichtigt, die sich beispielsweise durch die Darlehensaufnahme bei nichtberichtenden Banken in Offshore-Zentren ergeben, dürften diese Kreditzuflüsse leicht \$ 45 Mrd. überstiegen haben. Wie üblich waren die lateinamerikanischen Länder mit \$ 32,6 Mrd. oder mehr als drei Viertel der statistisch erfaßten gesamten neuen Kredite die größten Darlehensnehmer. Es ist vielleicht etwas überraschend, daß die Neueinlagen von Entwicklungsländern im vergangenen Jahr mit einem Anstieg von \$ 4,1 auf 10,4 Mrd. sogar eine kräftigere Beschleunigung aufwiesen als ihre Kreditaufnahmen. Netto betrachtet wiesen diese Länder daher sogar einen Rückgang ihrer Inanspruchnahme von internationalen Bankmitteln auf, nämlich von \$ 35,1 Mrd. im Jahre 1980 auf \$ 31,2 Mrd. Der größte Teil der Einlagenerhöhung trat im vierten Quartal von 1981 auf, als der vorübergehende Rückgang der US-Zinsen und die Schwäche des Dollars vorgezogene Darlehensaufnahmen in gewissem Umfang ermutigt haben dürften.

Angaben für einzelne Länder sind auf wechselkursbereinigter Basis nicht vorhanden, und hinsichtlich der berichtenden Banken ist die Erfassung der Zahlen etwas enger abgegrenzt als bei den Angaben für das gesamte Berichtsgebiet; dieser zwei Gründe wegen dürften sie den Umfang der im vergangenen Jahr stattgefundenen Bewegungen eher etwas unterzeichnen. Gleichwohl kann festgehalten werden, daß in der Gruppe der Entwicklungsländer Mexiko (\$ 14,2 Mrd.), Brasilien (\$ 6,5 Mrd.) und Argentinien (\$ 4 Mrd.) im vergangenen Jahr die größten Kreditnehmerländer waren. Mexiko erhöhte jedoch auch seine Einlagen bei den Berichtsbanken um \$ 2,7 Mrd. Der größte Teil der Darlehensaufnahme Brasiliens konzentrierte sich auf das letzte Quartal 1981, wobei, anders als in den vorhergehenden Jahren, diese Verschuldung nicht von einer parallel laufenden Kürzung der Einlagen des Landes bei den Berichtsbanken begleitet wurde. Außerhalb Lateinamerikas war Südkorea mit einer Nettoneuaufnahme von \$ 3 Mrd. der größte Darlehensnehmer. Auf der anderen Seite hat China nicht nur seine Bruttobankverschuldung reduziert, sondern seine Einlagen auch um \$ 2,2 Mrd. erhöht, womit es seine Nettogläubigerposition gegenüber den Berichtsbanken von \$ 0,3 auf 3 Mrd. ausbaute. Taiwan, das seine Einlagen um \$ 1,2 Mrd. erhöhte, wurde im Verlaufe des letzten Jahres ebenfalls ein Nettoanbieter von Bankmitteln.

Wegen der Auswirkungen der Situation in Polen erhielten die osteuropäischen Länder im vergangenen Jahr nur \$ 4,8 Mrd. an neuen Krediten, gegenüber \$ 7 Mrd. im Jahre 1980. Der größte Teil der Neuverschuldung im vergangenen Jahr entfiel auf die Sowjetunion und die Deutsche Demokratische Republik. Neue Einlagen der osteuropäischen Länder versiegten nahezu. Die Sowjetunion verfügte in der ersten Jahreshälfte ganz erheblich über ihre Einlagen bei den berichtenden Banken, mittels beträchtlicher Goldverkäufe gelang es ihr aber später, ihre Guthaben weitgehend wiederaufzubauen.

Die entwickelten Staaten außerhalb des Berichtsgebiets, die im vergangenen Jahr ebenso wie die Entwicklungsländer eine Erhöhung ihres aggregierten Lei-

stungsbilanzdefizits registrierten, nahmen neue Darlehen in Höhe von \$ 16,9 Mrd. auf, das waren \$ 1,4 Mrd. mehr als 1980. Da gleichzeitig die Neueinlagen dieser Länder um \$ 2,5 auf 3,4 Mrd. zurückgingen, stieg ihr gesamter Nettorückgriff auf internationale Bankmittel verhältnismäßig kräftig von \$ 9,6 auf 13,5 Mrd. Die größten Einzelschuldner dieser Gruppe waren im vergangenen Jahr Spanien, Südafrika, Australien, Portugal und Griechenland.

Bei den OPEC-Ländern trat im vergangenen Jahr ein Umschwung von einer Position als Nettobereitsteller zu einer solchen als Nettonachfrager internationaler Bankmittel ein. Die OPEC-Neueinlagen beliefen sich, nach einer starken Abnahme im Verlauf von 1980, im ersten Quartal von 1981 noch auf \$ 5 Mrd., bevor sie auf \$ 1,7 Mrd. im zweiten Quartal zurückgingen und dann im dritten und vierten Quartal von Entnahmen in Höhe von \$ 0,9 bzw. 2,6 Mrd. abgelöst wurden. Der zeitliche Verlauf der Darlehensaufnahme der OPEC-Länder zeigte das umgekehrte Bild; während diese Länder im ersten Quartal ihre Bruttoverschuldung bei den berichtenden Banken um \$ 2,4 Mrd. zurückführten, erhöhten sie diese im vierten Quartal um \$ 2,9 Mrd. Diese Entwicklungen hatten zur Folge, daß die OPEC-Länder, nachdem sie im ersten Halbjahr noch Nettobereitsteller neuer Mittel auf den internationalen Kreditmärkten in Höhe von \$ 7,7 Mrd. gewesen waren, in der zweiten Jahreshälfte Nettodarlehensnehmer im Umfang von \$ 8,8 Mrd. wurden.

Die OPEC-Länder des Nahen Ostens mit niedriger „Absorptionsfähigkeit“ dürften ihre Einlagen bei Banken außerhalb der USA um schätzungsweise fast \$ 20 Mrd. erhöht haben, was nur rund 25% ihres aggregierten Leistungsbilanzüberschusses entspricht. Andererseits scheinen die Länder mit hoher „Absorptionsfähigkeit“ den Großteil ihres Finanzierungsbedarfs durch Rückführung ihrer Einlagen bei den internationalen Banken gedeckt zu haben. Ihre Guthaben bei Banken außerhalb der USA dürften schätzungsweise um \$ 11 Mrd. gesunken sein, und der Abzug von Einlagen nahöstlicher OPEC-Länder von Banken in den USA in Höhe von \$ 2,4 Mrd. ging wahrscheinlich auch auf Rechnung dieser Länder. Gleichzeitig nahmen die Länder mit hoher „Absorptionsfähigkeit“ aus dem Nahen Osten bei den Berichtsbanken kaum neue Mittel auf. Außerhalb des Nahen Ostens reduzierte auch Nigeria seine Einlagen bei den Berichtsbanken um \$ 3,7 Mrd., während es in Höhe von \$ 1,4 Mrd. neue Kredite erhielt (einschließlich der Wechselkurseinflüsse gerechnet). Venezuela nahm \$ 0,9 Mrd. auf, erhöhte aber gleichzeitig seine Einlagen um \$ 2,8 Mrd., womit es seine Nettoverschuldung gegenüber den Berichtsbanken beträchtlich zurückführte.

Im übrigen enthalten die Zahlen in den zwei vorausgegangenen Absätzen nicht die neuen OPEC-Mittel, die über Treuhandkonten von Schweizer Banken in die internationalen Kreditmärkte eingeschleust wurden. Diese Mittelzuflüsse könnten sich im vergangenen Jahr auf bis zu \$ 2–3 Mrd. belaufen haben.

Innerhalb des Berichtsgebiets leisteten die USA den größten Beitrag zu dem 137-Milliarden-Dollar-Aufkommen an neuen Mitteln. Die Auslandsforderungen der Banken in den USA stiegen um \$ 76,5 Mrd.; allerdings ist diese Zahl durch Doppelzählungen überhöht. Aber auch auf einer Nettobasis (Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten) erhöhte sich die Gläubigerposition dieser Banken gegenüber dem Ausland um \$ 38,5 Mrd., das sind nahezu 100%. Zusätzlich erhöhte der amerikanische Nichtbankensektor seine Einlagen bei berichtenden Banken im Ausland um

\$ 31,2 Mrd. oder 56%. Die Einlagen von Nichtbanken anderer berichtender Länder (ohne Japan) stiegen um \$ 20 Mrd., und nahezu \$ 15 Mrd. neuer Nichtbankengelder wurden dem Markt über Treuhandkonten in der Schweiz zugeführt. Über \$ 20 Mrd. flossen durch den Geldexport von Banken anderer Berichtsländer auf den internationalen Markt.

Mit rund \$ 93 Mrd. erreichte im vergangenen Jahr die Beanspruchung internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets weiterhin ein sehr hohes Niveau. Die Direktkredite an den Nichtbankensektor der berichtenden Länder dürften schätzungsweise um rund \$ 60 Mrd. ausgeweitet worden sein (nähere Einzelheiten im folgenden Abschnitt). Der Rest entfällt weitgehend auf die eigene Verwendung von Auslandsmitteln durch die Berichtsbanken für die inländische Kreditvergabe in nationaler Währung. Hier spielten die USA eine beträchtlich geringere Rolle als auf der Herkunftsseite des Marktes. Zwar wiesen die Interbankforderungen gegenüber den USA ein starkes Wachstum auf, aber der größte Teil davon wurde wieder für die Kreditvergabe außerhalb der USA verwandt.

#### **Inanspruchnahme der internationalen Kreditmärkte durch Nichtbanken aus Ländern der Zehnergruppe**

Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die Bedeutung des internationalen Bankensektors als Markt für Direkteinlagen und Finanzierungsquelle für Unternehmen des Nichtbankenbereichs in den Zehnergruppenländern und der Schweiz. Sie enthält zu Vergleichszwecken auch Angaben über das Wachstum der weit definierten inländischen Geld- und Kreditaggregate dieser Länder, berechnet in US-Dollar. Zwei Besonderheiten treten deutlich hervor: erstens, daß während der vergangenen zwei Jahre die direkte Beanspruchung der internationalen Kreditmärkte durch inländische Nichtbanken sowohl als Finanzierungsquelle als auch als Anlagemedium stark gestiegen ist; zweitens, daß das Wachstum der Einlagen und der Darlehensaufnahme auf diesem Markt im Verhältnis zum Wachstum der weit definierten inländischen Geld- und Kreditaggregate in verschiedenen Ländern sehr erheblich geworden ist.

Um die Bedeutung der wachsenden Beanspruchung der internationalen Kreditmärkte durch die Nichtbankensektoren der Zehnergruppenländer – und insbesondere die sich ergebenden Konsequenzen für die Wirksamkeit der inländischen Geldpolitik – richtig einzuschätzen, müssen zwei Gesichtspunkte beachtet werden. Erstens dienen diejenigen Länder, die wichtige internationale Bankzentren sind, verhältnismäßig oft auch als Sitz internationaler Gesellschaften aus dem Nichtbankenbereich oder ihrer Tochtergesellschaften (wie Finanzierungsgesellschaften). Obgleich diese Firmen wichtige Einleger und Darlehensnehmer internationaler Bankmittel sein können, sind sie vielfach nicht wirklich Teil der Inlandswirtschaft des Gastlandes, und die Bedeutung ihrer internationalen Bankgeschäfte für dessen Geld- und Kreditverfassung dürfte relativ begrenzt sein. Dies gilt z. B. besonders für Belgien-Luxemburg, wo die sehr hohen Fremdwährungseinlagen des inländischen Nichtbankensektors bei heimischen Banken in großem Umfang den internationalen Firmen mit Sitz in Luxemburg zuzuschreiben sind. Ähnliche Überlegungen gelten wahrscheinlich für die Beziehungen zwischen den gebietsansässigen Unternehmen des

Der internationale Bankensektor<sup>1</sup> als Markt für Einlagen und Finanzierungsquelle für Nichtbanken in der Zehnergruppe und der Schweiz

Gebiets- ansässige von:	Positionen	Einlagen			Nachricht- lich: Na- tionale Geld- mengen- größen in weiter Ab- grenzung <sup>3</sup>	Kreditaufnahme			Nachricht- lich: Inlands- kredite <sup>4</sup>
		in Landes- währung	in Fremdwährung			in Landes- währung	in Fremdwährung		
		im Ausland	im Inland	im Ausland <sup>2</sup>		im Ausland	im Inland	im Ausland <sup>2</sup>	
Milliarden US-Dollar <sup>6</sup>									
Belgien- Luxemburg	Veränderung 1979	0,6	0,9	0,6	3,0	0,1	2,5	0,7	6,1
	1980	1,1	0,7	1,0	2,3	0,1	2,9	2,0	4,7
	1981	0,5	3,0	1,2	1,8	—	3,4	2,9	2,2
	Bestand Ende 1981	2,1	7,2	5,3	44,2	0,2	11,5	7,8	47,0
Deutschland (BR)	Veränderung 1979	0,3	-0,3	0,4	23,4	-1,0	—	1,2	78,0
	1980	1,4	0,2	1,2	22,1	9,4	0,2	1,2	67,0
	1981	1,0	-0,2	0,2	15,4	7,9	—	2,3	58,0
	Bestand Ende 1981	3,7	1,3	3,6	342,9	29,6	1,5	7,6	712,2
Frankreich	Veränderung 1979	0,1	0,4	0,8	38,9	0,1	0,1	0,7	45,8
	1980	0,1	0,4	0,5	28,2	0,4	3,7	1,3	44,2
	1981	—	-0,2	0,4	29,0	-0,2	1,2	1,8	47,4
	Bestand Ende 1981	0,3	1,8	3,8	273,9	0,4	8,7	8,5	332,3
Groß- britannien	Veränderung 1979	0,7	2,0	0,2	14,6	0,9	0,9	0,6	22,2
	1980	1,5	2,8	1,2	26,1	-0,1	1,0	0,1	28,9
	1981	-0,3	4,8	1,1	17,6	—	4,8	0,5	16,8
	Bestand Ende 1981	1,9	18,5	6,2	151,3	1,3	27,0	7,1	155,1
Italien	Veränderung 1979	—	0,2	0,4	68,8	0,1	2,0	1,0	37,7
	1980	—	—	0,1	56,7	—	7,1	3,7	29,1
	1981	—	0,2	0,5	47,1	—	-0,9	7,0	16,7
	Bestand Ende 1981	—	1,2	2,8	336,3	0,1	14,5	17,4	200,5
Japan	Veränderung 1979	—	—	-0,1	129,4	0,3	—	0,2	79,9
	1980	—	—	0,2	136,6	—	—	0,5	89,4
	1981	—	—	0,2	164,9	0,2	—	-1,5	112,7
	Bestand Ende 1981	0,1	—	0,8	1671,2	0,5	—	8,6	1248,3
Kanada	Veränderung 1979	—	-0,5	-0,3	14,7	—	0,6	0,4	16,1
	1980	—	0,8	0,1	11,7	—	1,8	1,1	11,1
	1981	—	-3,4	4,9	23,5	—	9,2	1,7	23,5
	Bestand Ende 1981	—	5,6	6,7	148,3	—	21,1	7,3	150,3
Niederlande	Veränderung 1979	—	0,3	0,5	3,2	0,2	0,8	0,1	14,6
	1980	—	0,2	1,1	1,8	—	0,5	1,0	10,7
	1981	0,2	0,7	0,9	1,7	0,1	0,2	0,5	6,7
	Bestand Ende 1981	0,4	3,1	4,7	42,4	0,6	2,6	4,1	99,1
Schweden	Veränderung 1979	—	0,1	—	6,3	—	1,2	-0,1	12,4
	1980	—	—	—	10,5	—	1,4	2,8	14,7
	1981	—	0,1	—	7,8	—	2,0	0,5	12,9
	Bestand Ende 1981	—	0,5	0,6	63,7	—	7,0	7,6	83,2
Schweiz	Veränderung 1979	0,2 <sup>6</sup>	0,3	3,0	10,1	0,3	—	0,8	8,5
	1980	0,4 <sup>6</sup>	—	2,2	4,7	0,2	0,4	0,7	11,6
	1981	0,4 <sup>6</sup>	0,5	3,3	3,8	0,2	-0,5	0,1	10,3
	Bestand Ende 1981	1,9 <sup>6</sup>	3,8	17,0	120,8	1,1	3,2	4,9	107,1
USA	Veränderung 1979	15,5 <sup>7</sup>	—	0,5	118,7	2,7	—	1,7	123,1
	1980	9,6 <sup>7</sup>	—	—	214,6	2,3	—	0,3	103,6
	1981	30,2 <sup>7</sup>	—	1,0	223,9	5,6	—	-0,2	75,3
	Bestand Ende 1981	82,2 <sup>7</sup>	—	4,6	2192,7	15,8	—	4,4	1326,9
Insgesamt	Veränderung 1979	17,4	3,4	6,0	—	3,7	8,1	7,3	—
	1980	14,1	5,1	7,6	—	12,3	19,0	14,7	—
	1981	32,0	5,5	13,7	—	13,8	19,4	15,6	—
	Bestand Ende 1981	92,6	43,0	56,1	—	49,6	97,1	85,3	—

<sup>1</sup> Banken des europäischen Berichtsgebiets, Kanadas, Japans und – ab dem dritten Quartal von 1980 – der USA. <sup>2</sup> Unter Ein-  
schluß der Landeswährung der einlagenaufnehmenden bzw. kreditgewährenden Bank; außer im Falle der Schweizer Banken,  
für die eine Aufschlüsselung nach Banken bzw. Nichtbanken nicht verfügbar ist. <sup>3</sup> Belgien, Frankreich und die Niederlande:  
M; übrige Länder: M<sub>1</sub> (einschließlich öffentlicher Einlagen für Kanada, CDs für Japan, aber für die USA ohne Eurodollartages-  
geld bei den Niederlassungen von US-Banken im karibischen Raum); falls notwendig wurden die Zahlen um die gesondert  
ausgewiesene Fremdwährungskomponente bereinigt; für Japan ist diese (nicht öffentlich verfügbare) Größe noch in dem weit  
definierten Geldaggregat enthalten. <sup>4</sup> Kreditgewährung an den privaten Sektor und Nettokreditgewährung an den öffent-  
lichen Sektor, falls erforderlich um die gesondert ausgewiesene Fremdwährungskomponente bereinigt. <sup>5</sup> Veränderungen zu  
konstanten Wechselkursen vom Quartalsende. <sup>6</sup> Ohne Einlagen von Treuhandkonten. <sup>7</sup> Einschließlich Einlagen bei den  
Offshore-Niederlassungen der US-Banken.

Nichtbankensektors und dem internationalen Kreditmarkt in der Schweiz sowie, in einem geringeren Umfang, für Großbritannien. Abgesehen von der Rolle der internationalen Unternehmen sind zweitens die Schuldner des Nichtbankensektors auf den internationalen Kreditmärkten verhältnismäßig häufig öffentlich-rechtliche Unternehmen oder Privatfirmen, die aus Zahlungsbilanzermäßigungen von amtlicher Seite ermutigt worden sind, Kredite im Ausland aufzunehmen. In solchen Fällen kann die internationale Darlehensaufnahme kaum als Beeinträchtigung der binnenwirtschaftlichen Zielvorgaben betrachtet werden, sondern dürfte eher darauf hinauslaufen, den Behörden einen zusätzlichen Freiheitsgrad zu verschaffen. Gleichwohl kann trotz dieser Einschränkungen nicht geleugnet werden, daß die Bildung privater Liquidität auf den internationalen Kreditmärkten und die Beanspruchung des Marktes als Finanzierungsquelle durch Deviseninländer wegen der Auswirkungen auf die inländischen Geld- und Kreditaggregate in einigen Fällen für die nationalen Behörden Probleme schaffen dürften.

Auf der Aufkommenseite des Marktes lagen die Entwicklungsschwerpunkte im Jahre 1981 unzweifelhaft bei der sehr starken Zunahme der internationalen Neueinlagen von US-Nichtbanken, die von \$ 9,6 auf 31,2 Mrd. stiegen, sowie beim beträchtlichen Wachstum solcher Einlagen von Deviseninländern aus Großbritannien (\$ 5,6 Mrd.), Belgien-Luxemburg (\$ 4,7 Mrd.) und der Schweiz (\$ 4,2 Mrd.). Im Falle der USA erfolgte die Einlagenaufstockung, die rund 14% des Wachstums der Geldmenge M3 ausmachte, vor allem in Form zusätzlicher Dollareinlagen bei Banken im Ausland. Dies geschah ungeachtet eines im Vergleich zu 1980 durchschnittlich etwas niedrigeren Zinsaufgelds für Euroeinlagen gegenüber vergleichbaren Geldmarktanlagen in den USA; aber hierin dürften sich sowohl die wachsende Bedeutung der US-Investmentfonds als Euromarkteinleger widerspiegeln als auch das ganz allgemein bei US-Nichtbanken gestiegene Bewußtsein für die auf den internationalen Märkten zu erzielenden höheren Einlagenrenditen. In Großbritannien muß das starke Wachstum der Einlagen von Nichtbanken, zumeist als Fremdwährungseinlagen bei Banken im Inland, vor dem Hintergrund der im Herbst 1979 erfolgten Aufhebung der Devisenkontrollen gesehen werden. Außerdem wurde 1981 das Wachstum dieser Einlagen durch das Zusammentreffen sehr hoher Dollarzinsen mit der Aufwertungsneigung des Dollars am Devisenmarkt angeregt.

Generell kann wahrscheinlich gesagt werden, daß die schwindende Geldillusion in den jüngsten Jahren die Suche der Geldanleger nach Renditen verstärkt hat, die eine Aushöhlung des Realwerts ihrer investierten Mittel durch Inflation und Besteuerung verhindern. Da der Spielraum der Einlagenzinsen nach oben auf den nationalen Märkten häufig durch regulatorische Hemmnisse, institutionelle Starrheiten und Unvollkommenheiten des Wettbewerbs beeinträchtigt wurde, ist es nicht allzu überraschend, daß es den internationalen Märkten sehr erfolgreich gelang, diese Kategorie von Geldern an sich zu ziehen.

Auf der Verwendungsseite des Marktes waren im vergangenen Jahr die größten Kreditnehmer aus dem Nichtbankenbereich der Zehnergruppenländer die Gebietsansässigen von Kanada (\$ 10,9 Mrd.), Deutschland (\$ 10,2 Mrd.), Belgien-Luxemburg (\$ 6,3 Mrd.) und Italien (\$ 6,1 Mrd.). Die statistisch erfaßte direkte Neuverschuldung durch in den USA ansässige Nichtbanken auf den internationalen

Finanzmärkten war mit \$ 5,4 Mrd. beträchtlich niedriger als der Anstieg ihrer internationalen Bankeinlagen. Allerdings erfassen diese Zahlen keine Kredite, die dem US-Nichtbankensektor durch die Niederlassungen von US-Banken und andere Bankfilialen an den Offshore-Zentren des karibischen Raumes und des Fernen Ostens zugeflossen sein dürften, und es könnten auch beträchtliche Darlehensaufnahmen von US-Unternehmen über ihre Auslandstöchter stattgefunden haben (s. S. 141–143). Unter Berücksichtigung dieser fehlenden Posten könnten die von Bankinstituten außerhalb der USA an den US-Nichtbankensektor ausgereichten Neukredite die Größenordnung von \$ 12–15 Mrd. erreicht haben.

Der sehr erhebliche Umfang der Euromarktverschuldung durch Gebietsansässige aus Kanada, in der Hauptsache bei Banken im Inland, erfolgte weitgehend in Zusammenhang mit der von der Regierung verfolgten Politik der „Kanadisierung“ des Energiebereichs (s. S. 144). Die Euromarktverschuldung durch deutsche Nichtbanken, zumeist auf dem Markt für Euro-DM, war hauptsächlich der Tatsache zuzuschreiben, daß die größeren deutschen Unternehmen den Vorteil ausnutzten, daß von den Auslandsniederlassungen deutscher Banken gelegentlich niedrigere Zinsen geboten wurden. Soweit diese Verschuldung nicht mit gegenläufigen Mittelabflüssen verbunden war, sondern echte Nettokapitalimporte repräsentierte, war sie sicher aus Zahlungsbilanz- und Wechselkursbewertungen willkommen. Zahlungsbilanzbewertungen waren 1981 auch ein Grund für die Inanspruchnahme internationalen Bankkredits durch Schuldner des Nichtbankenbereichs in Belgien-Luxemburg, Italien, Frankreich und Schweden. In diesen Ländern wurde ein beträchtlicher Teil der Verschuldung direkt durch öffentlich-rechtliche Unternehmen oder die Regierungen selbst aufgenommen. In Japan scheint ein erheblicher Betrag der Fremdwährungsverschuldung bei inländischen Banken, die sogenannten „impact loans“, nach der Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen im Herbst 1980 stattgefunden zu haben. Angaben über den Umfang dieser Aktivitäten sind jedoch nicht verfügbar.

### **Währungsstruktur der internationalen Bankenaktivität**

Oberflächlich betrachtet mag 1981 als das Jahr des Dollars auf dem internationalen Bankenmarkt erscheinen. Zu laufenden Wechselkursen berechnet entfielen auf den Dollar 89% des Zuwachses der Auslandsforderungen der berichtenden Banken und 99% des Zuwachses ihrer Verbindlichkeiten. Diese Vorherrschaft des Dollars im Neugeschäft war allerdings vornehmlich das Ergebnis des besonders raschen Wachstums des Auslandsgeschäfts von Banken in den USA und der Offshore-Niederlassungen der US-Banken, welches nahezu vollständig in Dollar stattfindet, sowie des Kursanstiegs des Dollars.

Das Bild sieht etwas anders aus, wenn man den Eurogeldmarkt im engeren Sinn betrachtet und die Aufwertungseffekte des Dollars ausschließt. Bereinigt um Bewertungseffekte machten die Dollarpositionen nur 65,3% des Zuwachses der Auslandsforderungen in Fremdwährung der berichtenden europäischen Banken aus, während sie Ende 1980 einen Anteil von 69% an dem Gesamtbetrag der ausstehenden Forderungen gehabt hatten; und nur auf der Passivseite der Bankbilanzen zeigte der Dollaranteil einen leichten Zuwachs. Überdies konzentrierte sich der Anstieg der Dollarpositionen auf das vierte Quartal 1981, als der Dollar auf den



Devisenmärkten relativ schwach war, während der Marktanteil des Dollars in den ersten neun Monaten deutlich unter dem Durchschnitt lag. Dies läßt sich vermutlich der Tatsache zuschreiben, daß die Kreditnehmer in Zeiten, in denen der Dollar für aufwertungsverdächtig gehalten wurde, es vorzogen, sich in anderen Währungen zu verschulden und damit auch zu Zinssätzen, die beträchtlich niedriger als jene für Dollarkredite waren.

Währungsstruktur der Eurokreditmarktmittel\*

Jahr	Dollar			Andere Fremdwährungen						
	Insgesamt	darunter gegenüber:		Insgesamt	darunter					
		Nicht-banken	Währungs-behörden		gegenüber:	Deutsche Mark	Schweizer Franken	Pfund Sterling	Yen	
				Nicht-banken	Währungs-behörden					
Milliarden US-Dollar zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende										
	Forderungen									
1976	33,8	9,9	1,2	8,1	0,9	0,5	2,6	1,4	0,6	.
1977	38,4	13,8	- 0,4	23,8	6,6	- 0,3	15,5	1,7	2,7	.
1978	71,1	18,7	3,0	26,2	6,0	0,2	16,1	- 1,3	1,4	3,1
1979	88,4	20,1	- 3,5	41,9	7,2	0,1	21,0	10,0	3,1	2,0
1980	90,8	27,3	2,2	40,3	15,1	0,1	13,3	15,1	0,9	2,6
1981	74,8	28,0	- 0,8	39,7	16,3	0,4	14,0	10,3	2,8	6,6
	Verbindlichkeiten									
1976	40,6	5,3	9,5	6,8	2,0	- 1,0	3,1	- 0,5	1,4	.
1977	42,8	4,7	4,6	25,5	2,3	3,0	15,4	3,0	2,3	.
1978	69,7	10,0	- 0,4	24,9	2,3	5,7	13,7	- 0,5	2,7	2,8
1979	88,0	19,9	17,8	59,5	5,0	13,8	28,8	12,0	3,8	5,6
1980	111,7	19,7	2,9	42,3	6,7	3,3	12,7	15,2	7,1	- 1,0
1981	83,2	32,2	- 7,7	36,2	5,8	- 5,4	8,9	16,0	- 0,9	5,8

\* Banken in den berichtenden europäischen Ländern (s. Tabellen auf den Seiten 151 und 152).

Diese Einflüsse kamen auch in der Währungsstruktur des Direktgeschäfts der europäischen Berichtsbanken mit Nichtbanken zum Ausdruck. Auf der Verwendungsseite ihrer Bilanzen verzeichnete der Anteil der Neukredite in anderen Währungen als dem Dollar, der sich schon 1980 mit der beginnenden Erholung des Dollars an den Devisenmärkten stark erhöht hatte, weiterhin einen leichten Anstieg. Andererseits gingen auf der Herkunftsseite des Marktes die Neueinlagen in Nichtdollarwährungen zurück, während der Zufluß neuer Dollareinlagen sich kräftig beschleunigte und mit \$ 32,2 Mrd. bei weitem die höchste je verzeichnete Größenordnung erreichte. Eine weitere bedeutsame Erscheinung war im vergangenen Jahr der Abzug von Euroeinlagen in Höhe von \$ 13,1 Mrd. durch Währungsbehörden. Diese Abhebungen schienen jedoch in der Hauptsache nicht mit Wechselkursüberlegungen in Beziehung zu stehen, da sie auch eine Reduzierung der Dollareinlagen in Höhe von \$ 7,7 Mrd. einschlossen (s. auch Kapitel VII, S. 179-181).

Was die einzelnen Nichtdollarwährungen angeht, so zeigte sich der größte absolute Zuwachs wie üblich bei den DM- und Schweizerfrankenforderungen der berichtenden europäischen Banken, die um \$ 14 bzw. 10,3 Mrd. zunahmen. Gemessen an den Wachstumsraten expandierten allerdings ihre Yenforderungen viel rascher, nämlich um \$ 6,6 Mrd. oder zwei Drittel. Die Folge war, daß der Yen das Pfund

auf der Aktivseite der Bankenbilanzen an quantitativer Bedeutung überholt hat und unter den Nichtdollarwährungen nach der D-Mark und dem Schweizer Franken an dritter Stelle steht. Mit weniger als 2% bleibt allerdings sein Marktanteil gering.

### **Entwicklungen in den einzelnen Marktzentren**

Die Auslandsforderungen der Banken in den berichtenden europäischen Ländern erhöhten sich im letzten Jahr um \$ 136 Mrd. auf einen Gesamtwert von \$ 992 Mrd. Dies war weniger als das 1980 verzeichnete Wachstum von \$ 159 Mrd. Die Verlangsamung war im wesentlichen durch eine starke Schrumpfung des Volumens der neuen Interbankgeschäfte innerhalb des berichtenden europäischen Gebiets bedingt, während die Neukreditvergabe an Nichtbanken etwas umfangreicher als 1980 war. Auch das Volumen der neuen Kredite an Länder außerhalb des größeren Berichtsgebiets flachte sich etwas ab, insbesondere gegenüber Osteuropa. Auf der Herkunftsseite der Bankenbilanzen der europäischen Banken kam es zu einer drastischen Verlangsamung der Neueinlagen aus den Ölausfuhrländern, und die Verbindlichkeiten gegenüber Osteuropa nahmen sogar ab. Hingegen gab es starke Mittelzuflüsse über Treuhandkonten bei Banken in der Schweiz sowie aus den USA.

Was die Rolle der einzelnen berichtenden europäischen Länder angeht, so war das Hauptmerkmal der Entwicklungen im Jahre 1981 zweifellos der sehr hohe Anteil der Banken in Großbritannien am gesamten Wachstum des Euromarktes. Die Auslandsforderungen der Banken in Fremdwährungen erhöhten sich in Großbritannien um \$ 74,7 Mrd. oder 23%, was einem Anteil von 65% am gesamten Zuwachs aller berichtenden europäischen Banken entsprach. Im Vergleich dazu war das Wachstum in den zwei anderen wichtigen Euromarktzentren, Frankreich und Luxemburg, wo solche Aktiva nur um \$ 5,2 bzw. 6 Mrd. oder um 4,5 bzw. 7,5% zunahmen, ziemlich langsam. Nach Großbritannien wurden die nächstgrößten Zuwächse bei den Eurogeldmarktforderungen statt dessen von Banken in Belgien (\$ 8,7 Mrd.) und Italien (\$ 6,6 Mrd.) verbucht.

Betrachtet man die Rolle der europäischen Banken als Nettoexporteure und -importeure von Geldern, so zeigt sich, daß die bei weitem stärkste Veränderung die Banken in Frankreich verzeichneten, deren Nettoauslandsschuldnerposition in Fremdwährungen sich um \$ 9,9 Mrd. auf einen Gesamtwert von \$ 11,9 Mrd. erhöhte. Ein erheblicher Teil dieser Mittelaufnahmen scheint allerdings zur Finanzierung einer Ausweitung der großenteils außenhandelsbezogenen Nettoauslandsgläubigerposition in französischen Franken um \$ 4,2 Mrd. verwendet worden zu sein. Die übrigen wesentlichen Nettoimporteure von Auslandsgeldern waren Banken in Schweden (\$ 2,2 Mrd.) und Belgien (\$ 1,1 Mrd.). Die Banken der meisten anderen berichtenden europäischen Länder waren 1981 bedeutende Nettokapitalexporteure.

Die Auslandsforderungen der Banken in den USA stiegen letztes Jahr um \$ 76,5 Mrd. und ihre Verbindlichkeiten um \$ 38 Mrd. Ein Teil dieser sehr umfangreichen Brutto- und Nettokapitalexporte stand zweifellos mit der Verwendung der LIBOR-Option bei heimischen US-Kreditvereinbarungen in Zusammenhang und

Veränderung der Auslandspositionen der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken

		Forderungen				Verbindlichkeiten			
		1978	1979	1980	1981	1978	1979	1980	1981
		Milliarden US-Dollar zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende							
Österreich	Landeswährung	0,6	1,1	1,3	1,1	0,3	0,3	0,4	0,2
	Fremdwährungen	1,5	3,9	2,0	1,3	2,0	4,6	5,4	1,8
Belgien	Landeswährung	- 0,1	0,1	1,1	-	0,3	1,7	2,2	- 1,1
	Fremdwährungen	7,2	7,1	14,0	8,7	7,9	9,6	15,8	10,9
Luxemburg	Landeswährung	0,2	0,4	- 0,1	0,3	-	0,3	0,2	- 0,2
	Fremdwährungen	10,2	18,8	13,6	6,0	9,0	19,3	12,6	4,2
Dänemark	Landeswährung	-	0,1	0,1	- 0,1	0,1	-	0,1	-
	Fremdwährungen	0,6	0,9	-	0,8	0,9	0,9	-	0,4
Frankreich	Landeswährung	5,0	4,2	4,0	4,1	0,8	0,7	2,9	- 0,1
	Fremdwährungen	15,9	18,6	20,9	5,2	12,6	19,4	25,3	15,1
Deutschland (BR)	Landeswährung	4,0	4,8	9,7	6,1	12,0	11,8	2,8	1,2
	Fremdwährungen	2,8	0,8	0,3	3,0	3,1	4,3	0,4	1,8
Irland	Landeswährung	-	-	-	-	-	-	0,3	0,3
	Fremdwährungen	- 0,2	-	0,5	0,4	-	-	1,2	0,3
Italien	Landeswährung	0,3	0,7	- 0,2	-	0,4	0,8	0,4	- 0,1
	Fremdwährungen	6,9	6,0	2,0	6,6	5,5	7,1	9,0	4,4
Niederlande	Landeswährung	2,2	2,6	1,0	2,4	1,9	2,7	2,7	0,7
	Fremdwährungen	7,4	7,3	8,2	5,0	8,6	8,2	9,1	4,0
Schweden	Landeswährung	- 0,1	0,1	0,2	- 0,3	-	0,1	0,3	0,2
	Fremdwährungen	- 0,1	1,3	1,7	0,2	0,9	3,1	3,3	1,9
Schweiz	Landeswährung	0,9	7,1	5,0	2,5	- 0,5	0,4	5,6	2,3
	Fremdwährungen	7,4	-	- 1,0	2,6	8,1	3,6	2,0	0,3
Großbritannien	Landeswährung	1,6	- 0,6	5,6	5,4	0,2	6,0	7,1	4,9
	Fremdwährungen	37,7	65,6	68,8	74,7	36,0	67,4	69,9	74,1
Kanada	Landeswährung	0,1	0,1	- 0,1	0,6	0,6	0,4	0,1	1,5
	Fremdwährungen	4,0	3,0	10,2	2,1	5,5	7,3	10,9	16,5
Japan	Landeswährung	3,6	5,3	3,4	5,4	2,9	- 3,5	7,2	1,7
	Fremdwährungen	7,1	8,1	15,0	15,4	5,6	16,1	21,7	19,9
USA	Landeswährung	36,7	18,4	38,7	74,7 <sup>1</sup>	21,2	38,5	7,4	37,2 <sup>1</sup>
	Fremdwährungen	1,3	- 1,3	2,0	1,8 <sup>1</sup>	1,5	- 0,5	2,0	0,8 <sup>1</sup>
Offshore-Niederlassungen	Fremdwährungen <sup>2</sup>	15,0	21,0	13,7	31,6	15,4	21,3	14,3	33,5
Insgesamt	Landeswährung	55,0	44,4	69,7	102,2	40,2	60,2	39,7	48,7
	Fremdwährungen	124,7	161,1	171,9	165,4	122,6	191,7	202,9	189,9

<sup>1</sup> Einschließlich der „international banking facilities“. <sup>2</sup> Einschließlich geringer Beträge der betreffenden Zentren in Landeswährung.

mag daher nicht mit echten Kapitalexporten, sondern mit kreislaufartigen Kapitalbewegungen verbunden gewesen sein. Im typischen Fall würde die kreditgewährende US-Bank den Kredit als Forderung gegenüber ihrer ausländischen Niederlassung verbuchen, die ihn wiederum als Forderung gegenüber der ausländischen Tochtergesellschaft des amerikanischen Konzernkunden ausweisen kann, wobei die Gelder über Konten innerhalb des Unternehmens in die USA zurückgebucht werden. Freilich können diese Kreislaufströme kaum den größten Teil der in den Büchern der Banken in den USA ausgewiesenen Geldexporte ausmachen, und es kann wenig Zweifel daran bestehen, daß ohne die Rolle des US-Bankensektors als Nettokapitalexporteur der Aufwärtsdruck auf den Dollar im letzten Jahr noch stärker

und die Liquidität auf dem internationalen Bankenmarkt viel knapper gewesen wäre.

Ein weiterer Faktor, der den kräftigen Anstieg der Bruttoauslandsforderungen der Banken in den USA erklären hilft, war die Eröffnung der „international banking facilities“ (IBF) am 3. Dezember. Da die IBF keinen Mindestreservebestimmungen unterliegen und sich einer Reihe anderer regulatorischer sowie steuerrechtlicher Privilegien erfreuen, dürfen Geschäfte mit dem US-Nichtbankensektor oder mit nicht verbundenen Kreditinstituten in den USA außer den IBF nicht über sie gebucht werden. Hingegen sind sie mit dem heimischen amerikanischen Finanzsektor über bankinterne Transaktionen mit ihren Muttergesellschaften auf dem US-Markt verbunden. Nach nur vierwöchigem Bestehen wiesen die IBF Ende 1981 Auslandsforderungen von \$ 61,3 Mrd. und Auslandsverbindlichkeiten von \$ 46,4 Mrd. auf, wobei annähernd die Hälfte dieser Beträge auf die US-Tochtergesellschaften von Auslandsbanken entfällt.

Die über die IBF verbuchten Gelder scheinen im wesentlichen aus vier Quellen gekommen zu sein. Erstens aus einer Verlagerung von Auslandsforderungen von den US-Konten der Banken zu den IBF, was in einem Rückgang der „traditionellen“ Dollarauslandsaktiva von Banken in den USA im Dezember um \$ 19,2 Mrd. zum Ausdruck kam. Zweitens aus der über die IBF erfolgten Rückschleusung von Einlagen, die bei den ausländischen Töchtern der US-Banken verbucht waren; im Dezember meldeten die Banken in den USA einen Zuwachs ihrer Dollarverbindlichkeiten gegenüber ihren ausländischen Niederlassungen um \$ 17,3 Mrd., während gleichzeitig die ausländischen Niederlassungen der US-Banken einen starken Rückgang ihrer Forderungen gegenüber Gebietsansässigen von außerhalb der USA verzeichneten. Drittens aus einer direkten Verlagerung, ohne über bankinterne Konten zu gehen, von Aktiva wie auch Passiva von den ausländischen Niederlassungen zu den IBF oder vielleicht aus einem echten Zuwachs des internationalen Geschäfts, das über die USA ohne einen kompensierenden Rückgang in anderen Ländern getätigt wird; so zeigten jene Verbindlichkeiten der Banken in den USA, die nicht gegenüber ihren eigenen Niederlassungen im Ausland bestehen, im Dezember ein Wachstum von \$ 13,1 Mrd. Und schließlich dürfte auch eine Expansion jenes über die IBF gebuchten internationalen Geschäfts stattgefunden haben, das über die US-Niederlassungen mit in den USA aufgenommenen Geldern finanziert wurde. Die gesamte Nettoauslandsgläubigerposition in Dollar der Banken in den USA (einschließlich IBF) registrierte im Verlauf des Dezembers einen Zuwachs von \$ 11,6 Mrd. Kurz zusammengefaßt: von den über die IBF gebuchten Forderungen von \$ 61,3 Mrd. (einschließlich eines geringen Betrags von Nichtdollarpositionen) stellten höchstens \$ 24,7 Mrd. neue Geschäfte dar. Ein bedeutender Teil dieses geringeren Betrags würde unzweifelhaft auch ohne die IBF angefallen sein.

In den wichtigsten Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens weiteten sich die Auslandsforderungen der Auslandsniederlassungen der US-Banken um \$ 30,8 Mrd. (unter Einschluß ziemlich geringer Wechselkurseffekte) auf einen Gesamtbetrag von \$ 171,8 Mrd. 1981 aus. Allein ihre Forderungen gegenüber den USA erhöhten sich um \$ 29,8 Mrd., wovon \$ 10,5 Mrd. gegenüber nicht verbundenen Instituten und dem US-Nichtbankensektor waren, während die restlichen

\$ 19,3 Mrd. an die Zentralen rückgeleitete Gelder darstellten. Der Großteil dieses Rückstroms, oder genauer der „Rückbuchung“ an die Zentralen, vollzog sich im vierten Quartal und war mit der Eröffnung der IBF verbunden. Die IBF helfen auch zu erklären, warum nach einem Zuwachs in den ersten neun Monaten des Jahres um \$ 6,7 Mrd. die Forderungen der Offshore-Niederlassungen gegenüber Nicht-OPEC-Entwicklungsländern während des vierten Quartals um \$ 7,5 Mrd. zurückgingen. Hingegen erhöhten sich die Forderungen der Banken in den USA (einschließlich IBF) gegenüber diesen Entwicklungsländern, die im Verlauf der vorhergegangenen drei Quartale nur um \$ 5,2 Mrd. expandiert hatten, im Verlauf des vierten Quartals sprunghaft um \$ 18,5 Mrd. oder 34%. Auch auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen der Offshore-Niederlassungen war die bei weitem größte Veränderung eine Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber US-Gebietsansässigen um \$ 28,1 Mrd., obwohl dies nicht wesentlich mit den IBF in Zusammenhang stand. Allein die Verbindlichkeiten gegenüber US-Nichtbanken stiegen um fast \$ 12 Mrd. oder beinahe 50%.

Die Banken in Japan meldeten im letzten Jahr einmal mehr eine rasche Ausweitung ihrer internationalen Aktivitäten. Ihre Auslandsforderungen stiegen um \$ 20,8 Mrd. auf einen Gesamtwert von \$ 84,6 Mrd. Auch ihre Auslandspassiva expandierten weiter rasch, wenn auch beträchtlich weniger als 1980. Infolgedessen erhöhte sich die Nettoauslandsschuldenposition der Banken, die sich 1980 in Verbindung mit dem großen Zahlungsbilanzfinanzierungsbedarf des Landes um \$ 10,5 Mrd. erhöht hatte, im letzten Jahr nur um weitere \$ 0,8 Mrd. auf \$ 15,8 Mrd. Das 1981 kräftige Wachstum der Auslandsforderungen der japanischen Banken war zu einem guten Teil auf die Lockerung der offiziellen Richtlinien für die Beteiligung der heimischen Banken bei internationalen Konsortialkrediten zurückzuführen. Außerdem trugen die relativ niedrigen Zinsen, die für Yenkredite verlangt wurden, sowie das ziemlich schwache Abschneiden des Yen auf den Devisenmärkten dazu bei, die Auslandsnachfrage nach Yenkrediten anzuregen. Die kräftige Expansion der Auslandsverbindlichkeiten war zum Teil durch die Beseitigung aller Beschränkungen für die sogenannten „impact loans“, das sind Fremdwährungskredite an Gebietsansässige, im Dezember 1980 bedingt. Diese Kredite, die vornehmlich von den japanischen Banken im Ausland refinanziert werden, scheinen im letzten Jahr ganz erheblich zugenommen zu haben. Hingegen kamen die Zuflüsse von Ölgeldern, insbesondere in Yeneinlagen, zum Stillstand.

Die Banken in Kanada importierten letztes Jahr netto in großem Umfang Auslandskapital. Ihre Auslandsverbindlichkeiten erhöhten sich um nicht weniger als \$ 18 Mrd., während ihre Forderungen einen Zuwachs von nur \$ 2,7 Mrd. verzeichneten. Diese Nettozuflüsse über die Banken wurden nicht nur durch das positive Zinsgefälle ausgelöst, sondern waren auch Ausdruck zweier Sonderfaktoren. Erstens von Fremdwährungskrediten an kanadische Gebietsansässige zur Finanzierung der Übernahme von Energieunternehmen in ausländischem Besitz. Zweitens der Verordnung einer 3prozentigen Mindestreserve im Februar 1981 auf die Fremdwährungseinlagen kanadischer Nichtbanken bei Banken in Kanada. Dies führte zu einer Verlagerung solcher Gelder ins Ausland, von wo sie durch Banken in Kanada über den internationalen Interbankmarkt wieder zurückgeholt wurden.

## Internationale Anleihemärkte

Gemessen am Geschäftsvolumen war 1981 für die internationalen Anleihemärkte ein sehr erfolgreiches Jahr. Nach vier Jahren zögernden Wachstums erhöhte sich der Bruttoumfang der Neuemissionen abrupt - um \$ 9,8 auf 47,8 Mrd. Die Expansion umfaßte sowohl Euroanleihen, die um fast ein Drittel auf \$ 26,5 Mrd. anzogen, als auch Auslandsanleihen auf den nationalen Märkten, die um 19% auf \$ 21,3 Mrd. zunahmen.

Diese kräftige Ausweitung der Anleihebegebungen vollzog sich unter Bedingungen, die, wie ansteigende langfristige Zinssätze während eines Großteils des Jahres, inverse Renditenkurven, ausgeprägte kurzfristige Zins- und Wechselkursinstabilität sowie allgemeine politische und wirtschaftliche Ungewißheiten, für die Kapitalmärkte nicht in jeder Hinsicht vorteilhaft waren. Es sieht allerdings so aus,

Internationale Anleihen<sup>1</sup>

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen				Auslandsanleihen			
		Ins-gesamt	darunter			Ins-gesamt	darunter		
		US-Dollar	Deutsche Mark	nicht-öffent-lich	in den USA	in der Schweiz	nicht-öffent-lich		
Millionen US-Dollar									
Westeuropa . . . . .	1979	7 360	3 760	2 220	2 570	5 830	970	4 160	2 680
	1980	9 070	4 860	2 110	1 580	5 930	610	3 380	1 550
	1981	7 580	5 230	860	660	5 450	640	3 070	1 400
	1982/I	4 430	3 550	590	.	1 610	-	630	.
Kanada . . . . .	1979	1 400	830	30	30	2 730	2 070	510	570
	1980	1 440	1 150	60	-	1 740	1 500	160	310
	1981	5 010	4 060	130	20	5 950	4 800	870	1 040
	1982/I	1 630	1 150	60	.	1 430	700	690	.
USA . . . . .	1979	2 870	2 780	60	430	1 210	-	60	-
	1980	4 390	3 960	120	260	1 370	-	200	120
	1981	5 850	5 700	30	70	700	-	700	470
	1982/I	3 730	3 650	-	.	530	-	380	.
Sonstige entwickelte Länder <sup>2</sup>	1979	1 780	780	960	330	3 810	80	3 500	3 210
	1980	2 260	1 220	780	350	2 620	-	2 310	1 830
	1981	3 240	2 500	230	200	3 050	320	2 370	1 920
	1982/I	1 170	940	10	.	1 250	-	1 010	.
Übrige Länder <sup>3</sup> . . . . .	1979	1 900	1 360	410	210	1 190	140	300	350
	1980	1 180	750	390	-	570	80	140	100
	1981	2 320	2 060	90	210	1 120	440	90	350
	1982/I	1 090	920	130	.	300	-	100	.
Internationale Institutionen . . . . .	1979	2 040	700	1 090	1 400	5 210	1 110	950	4 050
	1980	1 710	1 360	-	1 050	5 720	550	1 280	2 880
	1981	2 490	1 700	40	460	5 040	1 380	1 030	570
	1982/I	640	510	-	.	1 280	-	320	.
Insgesamt begebene Anleihen . . . . .	1979	17 350	10 210	4 770	4 970	19 980	4 370	9 480	10 860
	1980	20 050	13 300	3 460	3 240	17 950	2 740	7 470	6 790
	1981	26 490	21 250	1 380	1 620	21 310	7 580	8 130	5 750
	1982/I	12 690	10 720	790	.	6 400	700	3 130	.

<sup>1</sup>Nach Angaben von Weltbank und OECD. <sup>2</sup>Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. <sup>3</sup>Einschließlich osteuropäischer Länder.

als ob es gerade diese Instabilität und Härte der Umwelt war, die die komparativen Vorteile des internationalen Marktes gegenüber den nationalen Märkten klarer zum Vorschein brachte – nämlich seine größere Flexibilität sowie seinen informellen und seinen innovativen Charakter.

Ein weiterer Faktor, der sich zugunsten des internationalen Marktes auswirkte, war die Stärke des US-Dollars, welcher die Anziehungskraft von Dollaranleihen für nichtamerikanische Anleger erhöhte. Überdies wurden ausländische Anleger, die offensichtlich hinsichtlich der weiteren Zinsentwicklung in den USA weniger pessimistisch waren als die amerikanische Gegenseite, zeitweilig durch das beispiellos hohe Niveau der Dollarrenditen stark angezogen. Dies hilft zu erklären, warum die Kreditkosten auf dem Eurodollaranleihemarkt während eines Großteils des Jahres niedriger als auf dem US-Markt waren, ein Umstand, der einen starken Anreiz auf nordamerikanische Kreditnehmer ausübte. Naturgemäß fanden der harte Dollar und die ungewöhnlich hohen Dollarzinsen bei den nichtamerikanischen Schuldner keinen Anklang. Dennoch ließen ihnen sich verschlechternde Liquiditätspositionen, das noch höhere Niveau der kurzfristigen Zinsen und die Tatsache, daß der Euro-DM-Markt zeitweise faktisch geschlossen war, oft kaum eine andere Wahl.

Diese verschiedenen Einflüsse kamen im letzten Jahr in der Währungsstruktur und der regionalen Zusammensetzung der Neubegabungen von Anleihen sowie in den verwendeten Techniken stark zum Ausdruck. Das herausragende Merkmal der Währungsstruktur war der ausgeprägte Auftrieb im Dollarsektor. Die Eurodollar-emissionen expandierten von \$ 13,3 Mrd. 1980 auf \$ 21,3 Mrd. und machten mehr als das gesamte Wachstum des Eurobondmarkts aus. Die Auslandsanleihen in den USA stiegen trotz der relativ flauen Verfassung des amerikanischen Binnenmarkts von \$ 2,7 auf 7,6 Mrd.

Auslandsemissionen auf dem deutschen Markt und Euro-DM-Plazierungen schnitten hingegen 1981 nicht sehr gut ab. Mit \$ 2,6 Mrd. kam ihr zusammengefaßtes Volumen nur auf 30% des Wertes von 1980. In den ersten Monaten von 1981 war der Markt, vornehmlich aus Zahlungsbilanzermäßigungen, faktisch geschlossen, aber auch nach seiner Wiedereröffnung Mitte April blieb die Aktivität verhalten. Die Investoren wurden durch Renditen, die beträchtlich unter denen der Dollaranleihen lagen, und durch die Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar abgeschreckt; und die Schuldner durch die Tatsache, eine in der Nachkriegszeit noch nie dagewesene Verzinsung bieten zu müssen. Der Markt begann sich allerdings im vierten Quartal wieder zu beleben, als die kurzfristigen Zinssätze recht stark nachgaben und die trendmäßige Verbesserung der deutschen Zahlungsbilanz Anlaß zu Hoffnungen gab, die deutschen Zinssätze könnten sich etwas von der Entwicklung in den USA abkoppeln.

Obwohl die anderen Sektoren des internationalen Anleihemarktes zum Teil mit den gleichen Schwierigkeiten wie die D-Mark kämpften, entwickelten sie sich ziemlich günstig. In der Schweiz expandierten die Auslandsanleihen um \$ 0,7 auf 8,1 Mrd. und in Japan um \$ 1,2 auf 2,7 Mrd.

Letztes Jahr bewiesen die internationalen Anleihemärkte wieder einmal ihre Fähigkeit, selbst in schlechten Zeiten gedeihen zu können, indem sie ihr Angebot

an die sich verändernden Präferenzen ihrer Kunden anpaßten. Vor dem Hintergrund andauernder Unsicherheiten über den künftigen Verlauf der Inflation und der Zinssätze, beanspruchten Anleihen mit variabler Verzinsung weiterhin einen wachsenden Anteil des Marktes; dies galt sowohl für den Dollarsektor, wo ihr Anteil im letzten Jahr auf ein Drittel zunahm, als auch in einem viel geringeren Umfang für den Schweizerfrankensektor. Überdies suchte der Markt, was Anleihen mit festen Zinssätzen angeht, das Interesse der Anleger durch eine Reihe von Innovationen anzuregen, wie z.B. abgezinste Anleihen (Zerobonds) – die aus steuerlichen Gründen besonders japanische Investoren anzusprechen schienen –, mit Berechtigungsscheinen versehene Plazierungen sowie Direktmissionen.

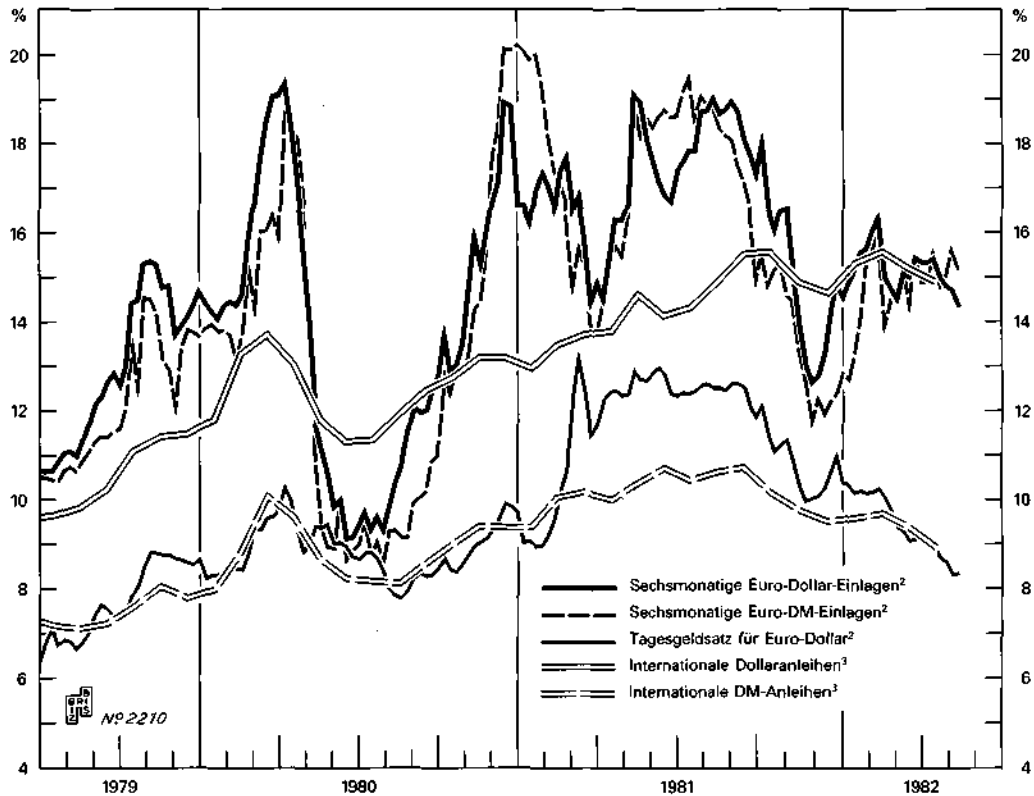
Hinsichtlich der einzelnen Gruppen von Kreditnehmern waren die Hauptmerkmale im letzten Jahr zum einen ein starker Anstieg des Anteils an Mitteln, die von nordamerikanischen Schuldnern aufgenommen wurden, zum anderen wesentlich größere Kreditaufnahmen durch Entwicklungsländer, sowohl direkt als auch über internationale Entwicklungsorganisationen, und schließlich ein bedeutender Rückgang des Anteils, der auf europäische Schuldner entfiel. Bei sogar noch höheren Zinsen in Kanada als in den USA stiegen im letzten Jahr die Auslandsbehebungen kanadischer Schuldner von \$ 3,2 Mrd. 1980 auf \$ 11 Mrd. und machten den Großteil des kräftigen Zuwachses der Auslandsemissionsaktivität in den USA aus. Amerikanische Unternehmen verstärkten ihren Rückgriff auf Eurobondfinanzierungen von \$ 4,4 auf 5,9 Mrd., borgten aber wegen der Schwäche des DM-Sektors weniger auf den nationalen Märkten im Ausland. Die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer nahmen \$ 3 Mrd. auf, mehr als zweimal soviel wie 1980, wobei Mexiko allein drei Viertel dieses Betrags beanspruchte. Entwicklungsorganisationen erhielten \$ 5 oder 1,2 Mrd. mehr als 1980 und trugen damit zu einer Erhöhung des Marktanteils von Anleihen, die von oder zugunsten von Entwicklungsländern begeben wurden, von 14 auf 17% bei. Die osteuropäischen Länder waren letztes Jahr auf dem Markt nicht präsent. Die westeuropäischen Kreditaufnahmen verringerten sich um \$ 2 Mrd., und ihr Anteil am gesamten Marktumsatz schrumpfte von fast 40% auf nur 27%. Eine geringere Verschuldung der skandinavischen Länder (ohne Finnland) war der wesentliche Faktor für diesen Rückgang. Nach Kanada und den USA war Japan das drittgrößte Schuldnerland, wobei etwa die Hälfte der \$ 4,9 Mrd. an Neuemissionen durch japanische Stellen in Form von Wandelschuldverschreibungen getätigt wurde.

Trotz des großen Emissionsvolumens war die Verfassung der Märkte im letzten Jahr meistens eher instabil, und die Aktivität konzentrierte sich stark auf jene Perioden, in denen die kurzfristigen Zinssätze zeitweilig nachgaben. Die Erholung, insbesondere auf dem Dollaranleihesektor mit festen Zinssätzen, war vor allem im vierten Quartal kräftig, als sich die Dollaranleiherrenditen gegenüber ihrem Rekordniveau von nahezu 16% im September zurückbildeten und die Renditenkurve zeitweilig wieder normal verlief.

Obwohl die Zinssätze gegen Ende 1981 und im neuen Jahr wieder anzogen, expandierte die Emissionstätigkeit im ersten Quartal 1982 weiter sehr lebhaft. Insbesondere auf dem Euroanleihesektor betrug das Volumen der Neuemissionen mit \$ 12,7 Mrd. fast das Doppelte des Quartalsdurchschnitts für 1981 und ein Drittel



Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Die Anleiherenditen werden nach der durchschnittlichen Laufzeit berechnet. <sup>2</sup>Wochendurchschnitte von täglichen Notierungen. <sup>3</sup>Monatsdurchschnitte.

mehr als im vierten Quartal. Infolge eines scharfen Rückgangs der Plazierungen auf dem amerikanischen Markt, der nicht völlig durch eine kräftige Expansion der Emissionsaktivität in der Schweiz ausgeglichen wurde, war das Volumen der Auslandsanleihebegebungen im vierten Quartal etwas kleiner. Anhaltende Unsicherheiten über die Zinsen spiegelten sich in einem weiteren Zuwachs des Anteils von Anleihen mit variabler Verzinsung und von Wandelschuldverschreibungen wider. Das herausragende Merkmal in den ersten zwei Monaten des Jahres war allerdings ein spektakulärer Anstieg bei den Zerobonds, bevor die japanischen Behörden den Verkauf solcher Wertpapiere an japanische Anleger verboten, während das Volumen von anderen Dollaranleihebegebungen mit fester Verzinsung stark zurückging. Auf dem Euroanleihesektor, wo Neubegebungen durch amerikanische Unternehmen bei weitem den wichtigsten expansiven Einfluß ausübten, fand der Großteil der Emissionsaktivität weiterhin in Dollarwährung statt.

**Regionale Aufgliederung der Auslandspositionen der Banken im Berichtsgebiet  
sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken<sup>1</sup>**

	1978	1979	1980	1981			
	Dez.	Dez.	Dez.	März <sup>2</sup>	Juni	Sept.	Dez.
	Milliarden US-Dollar						
<b>Forderungen der Banken gegenüber:</b>							
Zehnergruppe und Schweiz, Österreich,							
Dänemark und Irland .....	467,6	588,3	704,4	717,2	702,6	743,8	819,9
<i>davon: europäisches Berichtsgebiet</i> .....	360,3	437,8	522,8	523,9	499,7	519,5	568,3
USA .....	53,0	81,9	89,0	90,7	97,3	111,5	133,6
Kanada .....	16,0	19,2	23,5	26,5	32,1	35,8	36,8
Japan .....	38,3	49,4	69,1	76,1	73,5	77,0	81,2
Offshore-Finanzplätze <sup>3</sup> .....	124,4	157,1	188,8	202,7	210,6	225,3	237,5
Andere Länder in Westeuropa .....	50,4	58,7	70,1	71,4	71,7	73,6	77,1
Australien, Neuseeland, Südafrika .....	13,5	13,7	15,6	16,1	16,9	19,2	21,8
Osteuropa .....	47,5	55,9	59,8	58,8	57,1	58,7	60,8
OPEC-Länder <sup>4</sup> .....	56,4	64,1	70,0	66,3	65,9	68,5	72,0
Übrige Entwicklungsländer .....	119,7	155,6	193,3	196,1	201,2	212,3	230,1
<i>davon: Lateinamerika<sup>5</sup></i> .....	79,0	102,5	129,2	132,9	136,7	145,7	158,5
<i>Naher Osten</i> .....	6,5	7,8	9,7	9,2	10,0	9,9	11,5
<i>Asien ohne Nahost</i> .....	22,9	31,0	38,5	38,4	39,6	40,5	43,1
<i>Afrika ohne Nahost</i> .....	11,3	14,3	15,9	15,6	14,9	16,2	17,0
Nicht aufteilbar <sup>6</sup> .....	13,6	17,6	19,9	21,0	20,7	21,4	22,8
<b>Zusammen</b> .....	<b>893,1</b>	<b>1111,0</b>	<b>1321,9</b>	<b>1349,6</b>	<b>1346,7</b>	<b>1422,8</b>	<b>1542,0</b>
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i> .....	<i>586,1</i>	<i>738,0</i>	<i>884,9</i>	<i>911,6</i>	<i>906,7</i>	<i>961,8</i>	<i>1050,0</i>
<i>Innengebiet (abzüglich</i>							
<i>Doppelzählungen<sup>7</sup>)</i> .....	<i>228,0</i>	<i>292,0</i>	<i>373,0</i>	<i>382,0</i>	<i>385,0</i>	<i>414,0</i>	<i>448,0</i>
<i>Außengebiet<sup>8</sup></i> .....	<i>307,0</i>	<i>373,0</i>	<i>437,0</i>	<i>438,0</i>	<i>440,0</i>	<i>461,0</i>	<i>492,0</i>
Gesamte internationale Bankausleihungen (netto)	535,0	665,0	810,0	820,0	825,0	875,0	940,0
<b>Verbindlichkeiten der Banken gegenüber:</b>							
Zehnergruppe und Schweiz, Österreich,							
Dänemark und Irland .....	533,9	686,4	823,9	838,4	830,8	879,7	948,4
<i>davon: europäisches Berichtsgebiet</i> .....	404,7	528,8	613,9	612,6	591,8	613,5	658,6
USA .....	101,9	123,8	159,9	169,8	185,2	204,8	228,1
Kanada .....	15,8	17,8	23,1	23,0	24,9	27,0	27,4
Japan .....	11,5	16,0	27,0	33,0	28,9	34,4	34,3
Offshore-Finanzplätze <sup>3</sup> .....	97,8	140,3	166,0	171,3	179,8	198,8	219,5
Andere Länder in Westeuropa .....	35,4	42,6	46,4	44,5	42,4	45,6	47,7
Australien, Neuseeland, Südafrika .....	2,7	3,5	3,9	4,0	3,5	3,4	3,4
Osteuropa .....	10,6	15,4	15,6	11,4	9,3	10,8	14,8
OPEC-Länder <sup>4</sup> .....	82,5	120,3	159,7	161,5	158,0	157,3	156,8
Übrige Entwicklungsländer .....	75,8	88,7	91,4	88,6	87,5	89,4	98,3
<i>davon: Lateinamerika<sup>5</sup></i> .....	32,5	37,8	36,0	34,5	34,0	35,4	39,8
<i>Naher Osten</i> .....	13,9	15,7	18,3	18,5	18,7	18,0	19,3
<i>Asien ohne Nahost</i> .....	22,1	26,0	27,3	26,3	25,9	27,0	29,2
<i>Afrika ohne Nahost</i> .....	7,3	9,2	9,8	9,3	8,9	9,0	10,0
Nicht aufteilbar <sup>6</sup> .....	17,7	22,2	27,6	27,6	29,4	28,7	34,1
<b>Zusammen</b> .....	<b>856,4</b>	<b>1119,4</b>	<b>1334,5</b>	<b>1347,3</b>	<b>1340,7</b>	<b>1413,7</b>	<b>1623,0</b>
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i> .....	<i>624,4</i>	<i>816,4</i>	<i>981,5</i>	<i>1000,3</i>	<i>1002,7</i>	<i>1068,7</i>	<i>1158,0</i>
<i>Innengebiet (abzüglich</i>							
<i>Doppelzählungen<sup>7</sup>)</i> .....	<i>303,0</i>	<i>362,0</i>	<i>457,0</i>	<i>473,0</i>	<i>487,0</i>	<i>530,0</i>	<i>575,0</i>
<i>Außengebiet<sup>8</sup></i> .....	<i>232,0</i>	<i>303,0</i>	<i>353,0</i>	<i>347,0</i>	<i>338,0</i>	<i>345,0</i>	<i>365,0</i>
Gesamte internationale Bankausleihungen (netto)	535,0	665,0	810,0	820,0	825,0	875,0	940,0

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen. Die Zahlen für die Banken in den USA enthalten keine Depotwerte mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagenzertifikate von US-Banken. Die Zahlen für Dezember 1981 enthalten die Auslandspositionen der „international banking facilities“.

<sup>1</sup> Offshore-Niederlassungen von US-Banken, deren Auslandspositionen in der Statistik erfasst sind, sind jene, die auf den Bahamas, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und Singapur gelegen sind. <sup>2</sup> Seit März 1981 enthalten die Zahlen auch die Auslandspositionen einer Reihe von Wertpapierfirmen in den USA, deren Forderungen und Verbindlichkeiten \$ 2,8 bzw. 0,2 Mrd. betragen und hauptsächlich gegenüber dem Berichtsgebiet bestanden. <sup>3</sup> Bahamas, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Vanuatu (vormals Neue Hebriden) und übriges Britisch-Westindien. <sup>4</sup> Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. <sup>5</sup> Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. <sup>6</sup> Einschließlich internationaler Institutionen (ohne BIZ). <sup>7</sup> Ohne die Weitergabe von Beträgen zwischen den berichtenden Banken, aber einschließlich eines Teils des nicht aufteilbaren Postens und der Positionen gegenüber den Bahamas, Hongkong, den Kaimaninseln, Panama und Singapur. <sup>8</sup> Einschließlich der Positionen gegenüber den verbleibenden Offshore-Zentren sowie des restlichen Teils des nicht aufteilbaren Postens.

Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken nach Währungen untergliedert

Ende	Dollar			Andere Fremdwährungen							
	Ins- gesamt	darunter gegenüber:		Ins- gesamt	gegenüber:		Deut- sche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Yen	
		Nicht- banken	Wäh- rungs- behörden		Nicht- banken	Wäh- rungs- behörden					
Millionen US-Dollar											
Forderungen											
1977	Dezember ..	268 430	65 550	3 870	116 410	31 670	1 610	70 350	23 640	5 310	1 720
1978	Dezember ..	339 520	84 250	6 880	162 450	42 950	2 060	97 430	27 890	7 300	5 400
1979	März .....	327 200	85 570	4 050	162 340	42 870	1 580	94 860	26 000	8 260	6 090
	Juni .....	351 050	90 780	4 120	177 700	44 130	1 760	104 850	31 480	8 290	5 750
	September ..	384 190	96 710	3 490	199 160	49 370	1 990	116 870	37 250	9 420	5 740
	Dezember ..	427 960	104 320	3 380	211 770	52 140	2 200	124 430	38 660	11 140	6 280
1980	März .....	438 960	108 630	4 350	204 220	54 230	2 190	115 710	38 010	11 590	8 000
	Juni .....	456 730	118 310	3 690	234 750	62 950	2 140	129 830	46 240	13 650	9 590
	September ..	465 620	124 740	3 520	234 710	64 820	2 140	127 430	47 230	13 440	10 320
	Dezember ..	518 730	131 620	5 540	232 510	61 880	2 230	122 930	49 620	12 970	10 560
1981	März .....	525 670	135 920	5 480	236 140	63 110	2 700	123 970	51 400	13 030	12 120
	Juni .....	533 020	140 750	5 170	217 010	60 160	1 930	108 570	52 400	12 300	12 340
	September ..	550 050	149 150	5 150	231 120	67 250	2 200	115 630	56 020	12 570	14 180
	Dezember ..	593 530	159 650	4 730	246 520	71 240	2 410	120 280	60 020	13 120	16 430
<i>Nachrichtlich:</i>											
<i>Position gegenüber Gebietsansässigen</i>											
1977	Dezember ..	93 510	30 560	.	35 710	10 640	.	.	.	.	.
1978	Dezember ..	106 530	32 690	.	49 550	13 500	.	.	.	.	.
1979	Dezember ..	126 570	34 850	.	69 610	20 270	.	.	.	.	.
1980	Dezember ..	169 560	42 200	.	85 400	29 860	.	.	.	.	.
1981	März .....	182 300	43 560	.	83 090	27 930	.	.	.	.	.
	Juni .....	178 440	41 320	.	79 300	26 170	.	.	.	.	.
	September ..	188 770	43 270	.	83 330	28 410	.	.	.	.	.
	Dezember ..	193 430	48 960	.	88 690	30 130	.	.	.	.	.
Verbindlichkeiten											
1977	Dezember ..	278 840	34 330	49 250	117 360	12 230	17 970	68 680	22 720	6 870	2 670
1978	Dezember ..	348 590	44 340	48 900	162 220	16 570	27 020	93 080	27 890	10 320	6 190
1979	März .....	336 550	47 810	53 100	165 890	18 770	27 520	93 250	26 840	11 990	7 180
	Juni .....	359 930	51 820	56 660	185 430	18 780	29 000	104 630	32 270	13 050	7 840
	September ..	392 420	58 640	63 760	212 040	21 570	36 540	117 790	38 280	14 550	8 820
	Dezember ..	436 630	64 190	66 740	229 200	22 480	41 620	127 940	40 710	15 180	10 330
1980	März .....	450 050	68 680	63 400	225 990	23 500	40 260	118 250	41 680	19 350	10 920
	Juni .....	474 000	71 380	67 690	254 490	26 860	43 420	133 000	49 240	22 930	10 020
	September ..	486 110	74 410	72 370	255 760	26 410	44 650	130 470	51 690	23 070	10 130
	Dezember ..	548 360	83 900	69 650	252 140	27 480	41 490	125 260	51 620	23 820	11 240
1981	März .....	558 870	91 540	67 000	250 310	28 980	37 600	122 340	54 520	22 260	11 940
	Juni .....	565 350	93 980	65 010	226 640	25 530	32 390	103 150	56 420	18 280	11 770
	September ..	583 110	104 800	62 390	238 080	27 690	30 870	107 910	61 330	17 540	12 380
	Dezember ..	631 520	116 110	61 920	259 970	29 740	31 240	117 130	68 110	18 330	16 180
<i>Nachrichtlich:</i>											
<i>Position gegenüber Gebietsansässigen</i>											
1977	Dezember ..	75 310	12 280	.	30 400	5 460	.	.	.	.	.
1978	Dezember ..	87 690	14 690	.	45 060	7 440	.	.	.	.	.
1979	Dezember ..	108 910	17 180	.	63 940	9 280	.	.	.	.	.
1980	Dezember ..	148 100	20 480	.	66 570	10 240	.	.	.	.	.
1981	März .....	161 460	22 950	.	68 330	10 900	.	.	.	.	.
	Juni .....	161 220	25 850	.	65 720	9 940	.	.	.	.	.
	September ..	171 470	26 330	.	70 660	12 200	.	.	.	.	.
	Dezember ..	173 140	24 990	.	72 100	13 510	.	.	.	.	.

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken

			1979	1980	1981			
			Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.
Millionen US-Dollar								
Belgien	Forderungen	Landeswährung	3 330	3 280	2 930	2 640	2 740	2 740
		US-Dollar	23 310	33 430	34 230	35 590	35 250	36 840
		Sonstige Fremdwährungen	16 380	18 930	20 760	19 560	20 650	21 960
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	6 590	8 000	6 270	5 760	5 510	5 590
		US-Dollar	22 200	32 940	33 580	34 580	34 690	36 510
		Sonstige Fremdwährungen	21 350	24 990	27 020	25 850	27 250	28 940
Luxemburg	Forderungen	Landeswährung	1 400	1 330	1 250	1 190	1 290	1 340
		US-Dollar	29 300	33 620	36 040	35 660	34 220	34 970
		Sonstige Fremdwährungen	50 100	53 690	53 260	48 220	49 820	52 120
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 030	1 130	940	830	770	710
		US-Dollar	32 950	38 000	39 810	39 480	38 640	38 330
		Sonstige Fremdwährungen	42 680	45 500	45 100	39 840	40 580	44 030
Dänemark	Forderungen	Landeswährung	150	220	130	130	130	130
		US-Dollar	1 860	2 140	1 900	2 130	1 990	2 140
		Sonstige Fremdwährungen	1 960	1 500	1 810	1 760	1 840	2 080
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	410	510	540	520	510	540
		US-Dollar	1 900	1 980	2 000	2 110	2 040	2 270
		Sonstige Fremdwährungen	1 420	1 360	1 510	1 470	1 340	1 360
Deutschland (BR)	Forderungen	Landeswährung	47 620	51 820	47 690	42 740	43 590	51 060
		US-Dollar	14 360	14 190	14 250	12 680	14 300	17 120
		Sonstige Fremdwährungen	7 350	7 320	7 360	6 440	6 480	6 690
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	54 330	50 690	48 150	41 600	42 070	45 020
		US-Dollar	16 430	16 790	18 340	15 530	16 020	19 200
		Sonstige Fremdwährungen	7 000	6 710	6 050	5 500	5 680	5 620
Frankreich	Forderungen	Landeswährung	23 180	24 430	23 330	21 530	22 910	23 040
		US-Dollar	71 740	87 690	82 210	80 590	79 490	88 520
		Sonstige Fremdwährungen	28 700	31 080	30 930	27 730	30 070	31 920
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	6 610	8 610	7 960	6 070	5 540	6 600
		US-Dollar	61 100	81 450	80 840	79 880	80 920	92 390
		Sonstige Fremdwährungen	38 500	40 250	38 820	33 630	36 010	39 860
Großbritannien	Forderungen	Landeswährung	15 490	22 670	23 270	20 730	20 950	23 190
		US-Dollar	211 760	262 790	278 700	288 220	304 290	320 060
		Sonstige Fremdwährungen	58 240	70 850	73 660	69 080	75 100	81 170
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	19 230	27 660	26 700	24 920	25 160	26 870
		US-Dollar	219 990	276 990	292 350	300 130	317 160	335 680
		Sonstige Fremdwährungen	61 980	69 730	71 640	65 480	69 930	77 890
Irland	Forderungen	Landeswährung	.	140	90	90	100	110
		US-Dollar	360	540	560	550	560	430
		Sonstige Fremdwährungen	1 090	1 440	1 480	1 480	1 570	1 700
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	.	1 940	1 850	1 710	1 740	1 920
		US-Dollar	740	740	1 040	930	1 030	1 040
		Sonstige Fremdwährungen	1 260	2 450	2 240	2 030	1 880	2 070
Italien	Forderungen	Landeswährung	1 320	1 000	810	840	850	710
		US-Dollar	21 190	23 250	16 520	16 580	16 620	27 840
		Sonstige Fremdwährungen	7 130	6 440	6 320	6 040	6 210	7 730
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 900	2 900	2 310	2 110	2 130	2 240
		US-Dollar	25 400	31 740	24 150	24 080	22 540	34 620
		Sonstige Fremdwährungen	9 850	11 880	11 090	10 550	10 740	12 140
Niederlande	Forderungen	Landeswährung	11 390	11 310	11 220	11 140	11 920	12 290
		US-Dollar	23 010	27 960	28 760	29 070	29 390	29 780
		Sonstige Fremdwährungen	21 470	22 850	23 150	20 400	22 130	23 550
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	10 860	12 190	11 390	9 900	10 540	11 260
		US-Dollar	23 320	28 980	29 610	30 770	31 020	30 660
		Sonstige Fremdwährungen	21 260	23 420	22 870	19 920	20 890	22 980

Die Tabelle wird auf der nächsten Seite fortgesetzt.

			1979	1980	1981				
			Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.	
			Millionen US-Dollar						
Österreich	Forderungen	Landeswährung .....	4 160	4 840	4 770	4 330	4 840	5 230	
		US-Dollar .....	6 610	7 220	7 460	7 940	8 230	8 100	
		Sonstige Fremdwährungen	7 130	7 790	7 400	7 270	7 600	7 500	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	1 090	1 360	1 310	1 200	1 240	1 330	
		US-Dollar .....	6 870	8 010	8 260	8 980	9 030	8 660	
		Sonstige Fremdwährungen	11 040	14 040	12 710	12 220	12 870	14 030	
Schweden	Forderungen	Landeswährung .....	1 030	1 200	910	940	1 000	720	
		US-Dollar .....	2 950	4 330	4 610	4 130	4 080	4 280	
		Sonstige Fremdwährungen	1 830	2 120	2 140	2 240	2 210	2 180	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	900	1 000	930	1 000	920	860	
		US-Dollar .....	4 620	6 850	7 340	7 330	7 890	8 030	
		Sonstige Fremdwährungen	3 190	3 910	3 970	3 940	4 280	4 190	
Schweiz	Forderungen	Landeswährung .....	27 170	29 480	28 980	28 440	29 050	31 720	
		US-Dollar .....	21 510	21 570	20 430	19 880	21 630	23 450	
		Sonstige Fremdwährungen	10 390	8 500	7 870	6 790	7 440	7 920	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	7 440	11 950	11 980	11 460	12 220	14 240	
		US-Dollar .....	21 110	23 890	21 550	21 550	22 130	24 130	
		Sonstige Fremdwährungen	9 670	7 900	7 290	6 210	6 630	6 860	
Gesamtes euro-päisches Berichtsgebiet	Forderungen	Landeswährung .....	136 240	151 720 <sup>1</sup>	145 380	134 740	139 370	152 280	
		US-Dollar .....	427 960	518 730	525 670	533 020	550 050	593 530	
		Sonstige Fremdwährungen	211 770	232 510	236 140	217 010	231 120	246 520	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	111 390	127 940 <sup>1</sup>	120 330	107 080	108 350	117 180	
		US-Dollar .....	436 630	548 360	558 870	565 350	583 110	631 520	
		Sonstige Fremdwährungen	229 200	252 140	250 310	226 640	238 080	259 970	
Japan	Forderungen	Landeswährung .....	11 350	16 960	17 210	17 570	18 570	21 000	
		US-Dollar .....	30 350	43 980	52 360	47 520	57 620	56 030	
		Sonstige Fremdwährungen	3 730	4 730	5 200	5 190	6 190	7 580	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	3 820	12 340	11 780	11 760	12 960	13 170	
		US-Dollar .....	43 900	60 440	66 660	67 500	76 380	79 120	
		Sonstige Fremdwährungen	2 770	7 440	8 710	7 210	7 990	8 100	
Kanada	Forderungen	Landeswährung .....	580	640	720	740	960	1 080	
		US-Dollar .....	22 990	31 820	30 240	33 130	33 850	33 470	
		Sonstige Fremdwährungen	2 030	3 020	2 930	2 790	3 290	3 330	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	3 080	2 990	3 360	3 280	3 490	4 510	
		US-Dollar .....	28 170	38 250	41 100	50 510	53 410	53 640	
		Sonstige Fremdwährungen	1 560	2 360	2 730	2 630	2 720	3 230	
USA <sup>2</sup>	Forderungen	Landeswährung .....	133 920	172 580	182 380 <sup>3</sup>	197 360	209 880	250 140	
		Fremdwährungen .....	2 420	4 210	4 260 <sup>3</sup>	3 670	4 130	5 170	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	128 180	135 530	130 310 <sup>3</sup>	138 120	151 510	173 000	
		Fremdwährungen .....	1 920	3 750	3 300 <sup>3</sup>	3 030	2 870	3 740	
	Offshore-Niederlassungen von US-Banken <sup>4</sup>	Forderungen	Fremdwährungen <sup>5</sup> .....	127 640	141 000	147 150	153 980	167 730	171 830
		Verbindlichkeiten	Fremdwährungen <sup>5</sup> .....	128 840	142 990	149 880	157 640	172 840	175 790
Gesamt	Forderungen	Landeswährung .....	282 090	341 900	345 690	350 410	368 780	424 500	
		Fremdwährungen .....	828 890	980 000	1 003 950	996 310	1 053 980	1 117 460	
	Verbindlichkeiten	Landeswährung .....	246 470	278 800	265 780	260 240	276 310	307 860	
		Fremdwährungen .....	872 990	1 055 730	1 081 560	1 080 510	1 137 400	1 215 110	

<sup>1</sup> Ab Dezember 1980 einschließlich der Auslandspositionen von Banken in Irland. <sup>2</sup> Die Zahlen für die Banken in den USA enthalten keine Depotwerte mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagezertifikate von US-Banken. Die Zahlen für Dezember 1981 enthalten die Auslandspositionen der „international banking facilities“. <sup>3</sup> Seit März 1981 enthalten die Zahlen auch die Auslandspositionen einer Reihe von Wertpapierfirmen. In der alten Abgrenzung ergeben sich für Ende März 1981 die folgenden Werte: Forderungen in Landeswährung: \$ 179 600 Mio; Forderungen in Fremdwährungen: \$ 4 170 Mio; Verbindlichkeiten: \$ 130 110 bzw. 3 270 Mio. <sup>4</sup> Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. <sup>5</sup> Einschließlich geringer Beträge in der Landeswährung der betreffenden Offshore-Zentren.

## VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGSLAGE

### Schwerpunkte

Die bedeutendsten Entwicklungen des Jahres 1981 und der ersten Monate von 1982 in der internationalen Währungsszene, die in diesem Kapitel dargestellt werden, vollzogen sich auf den Devisenmärkten. Von Januar 1981 bis Mitte April 1982 stieg der effektive Außenwert des Dollars um 26% – vornehmlich unter dem Einfluß des hohen Zinsniveaus in den USA –, während der effektive Wechselkurs der meisten anderen Währungen der Zehnergruppe in einem allerdings geringeren Ausmaß sank. Überdies waren in diesem Zeitraum erhebliche erratische Ausschläge der Dollarwechselkurse zu verzeichnen. Deren Entwicklung umfaßte drei stärkere, sich über Monate erstreckende Bewegungen des Dollars gegenüber anderen Hauptwährungen sowie kurzfristigere Fluktuationen und schließlich über lange Zeit eine erhöhte durchschnittliche tägliche Schwankungsintensität der Kassakurse. Im Kapitel wird auch ein Überblick über die Tagesschwankungen der Dollarkassakurse seit Ende 1972 gegeben.

In einigen wichtigen Fällen, so beim Dollar, der D-Mark und dem Yen, liefen die kumulativen Veränderungen der nominalen Wechselkurse seit Ende 1980 der Entwicklung der Leistungsbilanzen dieser Länder zuwider. Darüber hinaus gingen die Veränderungen der nominalen Wechselkurse mit Verschiebungen der realen Wechselkurse einher, mit dem Ergebnis, daß die realen Außenwerte des Dollars, der D-Mark und des Yen im März 1982 nicht sehr weit von ihren Niveaus von Ende 1972 entfernt waren. Im vorliegenden Kapitel wird der Verlauf der realen Wechselkurse dieser Währungen während des gesamten Zeitraums seit Ende 1972 betrachtet und erörtert, bis zu welchem Ausmaß diese Kursbewegungen aus Gründen des internationalen Anpassungsprozesses unabdingbar waren, inwieweit es möglicherweise zu einem Überschießen der Kurse kam und welche ökonomischen Kosten damit wahrscheinlich verbunden waren.

Das Kapitel untersucht auch die Entwicklung des EWS-Wechselkursverbunds. Nach einer Periode von etwa eineinhalb Jahren, in denen die Schwäche der D-Mark trotz weiterhin auseinanderklaffender nationaler Inflationsraten zur Stabilität der nominalen Wechselkurse im System beitrug, kam es seit März 1981 zu drei Neuanspassungen der Leitkurse der Teilnehmerländer. Was die Zukunftsaussichten angeht, so wird die Stabilität des Systems eine Konvergenz der Inflationsraten der Teilnehmer nach unten erfordern.

Auf dem Goldmarkt war in der Berichtsperiode ein weiterer Rückgang des Marktpreises von Gold um nahezu 50% zu beobachten, und zwar von knapp über \$ 600 je Unze im Januar 1981 auf einen Tiefstand von \$ 312 je Unze im März 1982. Der weitere Preisverfall stand auf der Angebotsseite mit substantiell höheren Marktverkäufen der Sowjetunion in Zusammenhang und auf der Nachfrageseite mit der Stärke des Dollars, den hohen Zinskosten der Goldhaltung, der Abschwächung der Ölpreise und Fortschritten beim Abbau der Inflation.

Im Kapitel wird abschließend auch ein Rückblick auf die Entwicklung der internationalen Liquidität im Jahre 1981 gegeben. Insgesamt gesehen hat sich die internationale Liquiditätslage 1981 real betrachtet verschlechtert, wobei der Preis, zu dem Goldreserven aktiviert werden konnten, drastisch fiel, die gesamten Nichtgoldreserven ein wenig abnahmen und die Auslandsverschuldung vieler Länder weiter stieg. Ein Merkmal des Jahres war die Erhöhung des relativen Anteils der in den USA gehaltenen Devisenreserven auf Kosten der Anlagen bei Banken auf dem Eurogeldmarkt. Die Verschiebung dürfte unter anderem in der länderweisen Verteilung des Zu- und Abgangs von Devisenreserven, in den Vorteilen von Anlagen auf dem US-Anleihemarkt und in dem erhöhten Bewußtsein einiger Währungsbehörden für die Risiken der Reservehaltung bei internationalen Banken begründet sein.

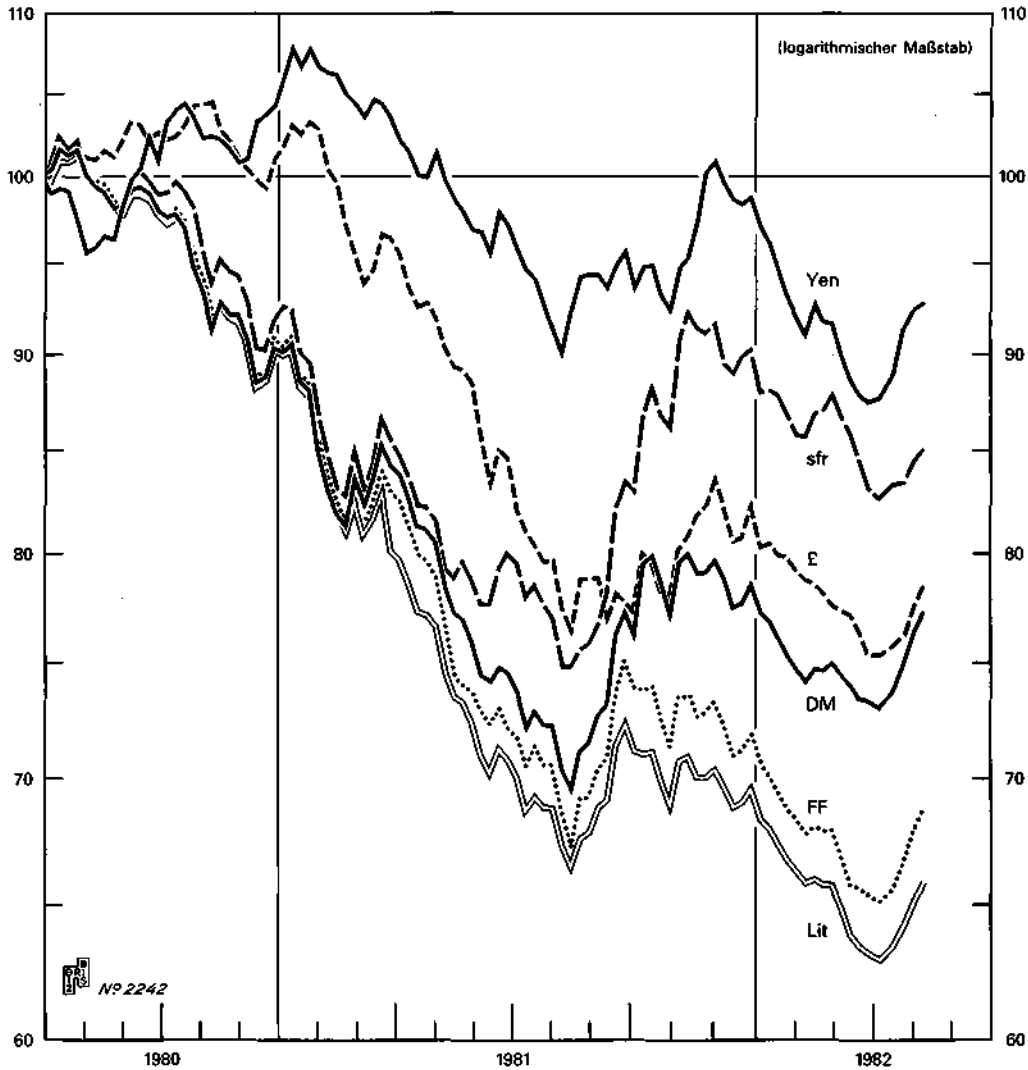
### Entwicklung der Wechselkurse

Die Entwicklung der Devisenmärkte war im Berichtszeitraum durch drei Grundzüge geprägt. Erstens durch eine bedeutende weitere Aufwärtsbewegung des US-Dollars: Auf handelsgewogener Basis gewann der Dollar von Anfang Januar 1981 bis April 1982 um 26,1% an Wert, während sein bilateraler Kursanstieg gegenüber den anderen Hauptwährungen umfassender war als 1980, wobei er nicht nur weitere Kursgewinne gegenüber kontinentaleuropäischen Währungen verbuchte, sondern sich auch gegenüber dem englischen Pfund und dem Yen, gegenüber denen er 1980 an Wert eingebüßt hatte, beträchtlich verbesserte. Andere Hauptwährungen (ausgenommen der Schweizer Franken und der kanadische Dollar) verzeichneten, ebenfalls auf effektiver Basis, in der Berichtsperiode Kursrückgänge, wenngleich die jeweiligen Einbußen geringer als die Aufwertung des Dollars ausfielen. Zweitens setzte sich die ausgeprägte Instabilität der Dollarkurse weiter fort. Es gab drei größere Pendelausschläge, die Zeiträume zwischen vier und sieben Monaten umfaßten, sowie andere, kurzfristigere Ausschläge und darüber hinaus erhebliche tägliche Schwankungen der Dollarkassakurse. Drittens wurde innerhalb des EWS-Festkurssystems die gegen Ende 1979 und im Jahre 1980 zu beobachtende Stabilität der nominalen Wechselkurse seit März 1981 von drei Neufestsetzungen der Partnerwährungen abgelöst.

Die Höherbewertung des Dollars gegenüber anderen Hauptwährungen im Gesamtzeitraum stand in auffallendem Gegensatz zu den Leistungsbilanzentwicklungen. Im vierten Quartal 1981 befand sich die Leistungsbilanz der USA nicht mehr im Überschuß und jene Deutschlands nicht mehr im Defizit. Japans Leistungsbilanz hatte sich bereits im zweiten Quartal des Jahres von einem Defizit in einen Überschuß gekehrt, während sich in Großbritannien der Überschuß 1981 mehr als verdoppelte. Obgleich diese Veränderung von Grunddaten eine Ursache für die zeitweilige Abschwächung des Dollars im zweiten Halbjahr 1981 bildete, waren es vor allem die Größe und die Entwicklung des Zinsgefälles zwischen den USA und den anderen Ländern, die die Aufwertung des Dollars während der gesamten Berichtsperiode und seine Unbeständigkeit in dieser Zeit entscheidend prägten.

In der ersten der drei Hauptentwicklungsphasen auf dem Dollardevisenmarkt, die von Anfang Januar bis Anfang August 1981 anhielt, wertete sich der effektive

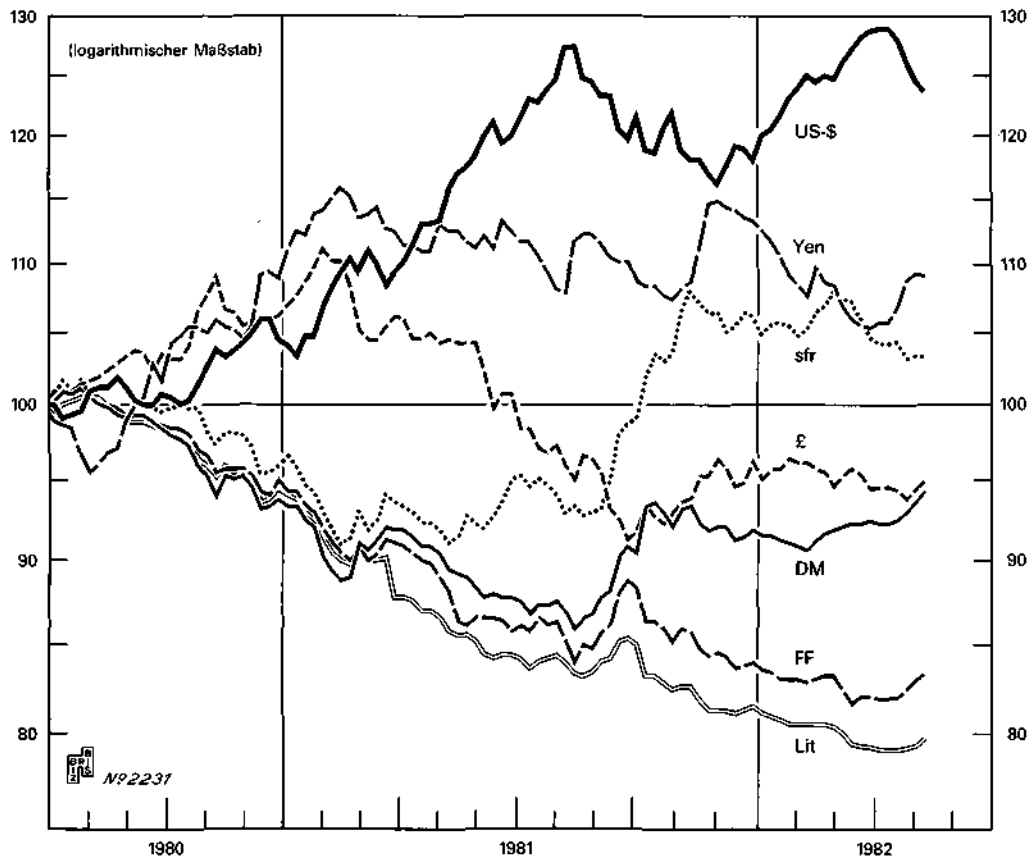
Ausgewählte Industrieländer: Schwankungen der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar 1980–82  
Wochendurchschnitte, Indizes: Ende Juni 1980 = 100



Wechselkurs des Dollars um über 25% auf. Die D-Mark und der Schweizer Franken verloren gegenüber dem Dollar um etwa 25 bzw. 21% an Wert, während das Pfund um 27% und der Yen 18% niedriger bewertet wurden. Die größten Wertverluste gegenüber dem Dollar verzeichneten indes während dieser Phase mit je 27¼% die italienische Lira (die im März gegenüber den übrigen Währungen im EWS-Wechselkursverbund um 6% abgewertet wurde) und der französische Franken. In dieser Phase profitierte der Dollar von einer Reihe günstiger Faktoren: Zu diesen gehörten die anhaltend positive US-Leistungsbilanz, Anzeichen einer Inflationsabschwächung in den USA, die Wirkung der festen antiinflationären Haltung der neuen US-Administration auf die Marktstimmung und – die meiste Zeit über – das hohe positive Zinsgefälle.



Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980–82  
 Wochendurchschnitte, Indizes: Ende Juni 1980 = 100



Im Verlauf dieser sieben Monate gab es allerdings drei heftige kürzerfristige Bewegungen der Dollarwechselkurse. Die erste ereignete sich zwischen Anfang Januar und Mitte Februar 1981, als die D-Mark und der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar jeweils etwa 15% an Wert einbüßten. Diese Kursverluste traten auf, obwohl die zugunsten des Dollars bestehenden Zinsdifferenzen zurückgingen und der Zinsaufschlag bei Eurodreimonatsdollar gegenüber entsprechenden Einlagensätzen für D-Mark und Schweizer Franken sich von Ende Januar bis Mitte Februar von 10 auf weniger als  $7\frac{1}{2}$  bzw. von 13 auf unter 11 Prozentpunkte zurückgebildet hatte. Die Schwäche der D-Mark Anfang 1981 wurde durch das hartnäckige Defizit der deutschen Leistungsbilanz und die Ereignisse in Polen verstärkt. Hingegen fielen die Werteinbußen des Pfundes und des Yen gegenüber dem Dollar mit 7,3 bzw. 3,9% von Anfang Januar bis Mitte Februar 1981 dank der stärkeren Zahlungsbilanzposition ihrer Länder viel geringer aus als jene der kontinental-europäischen Währungen.

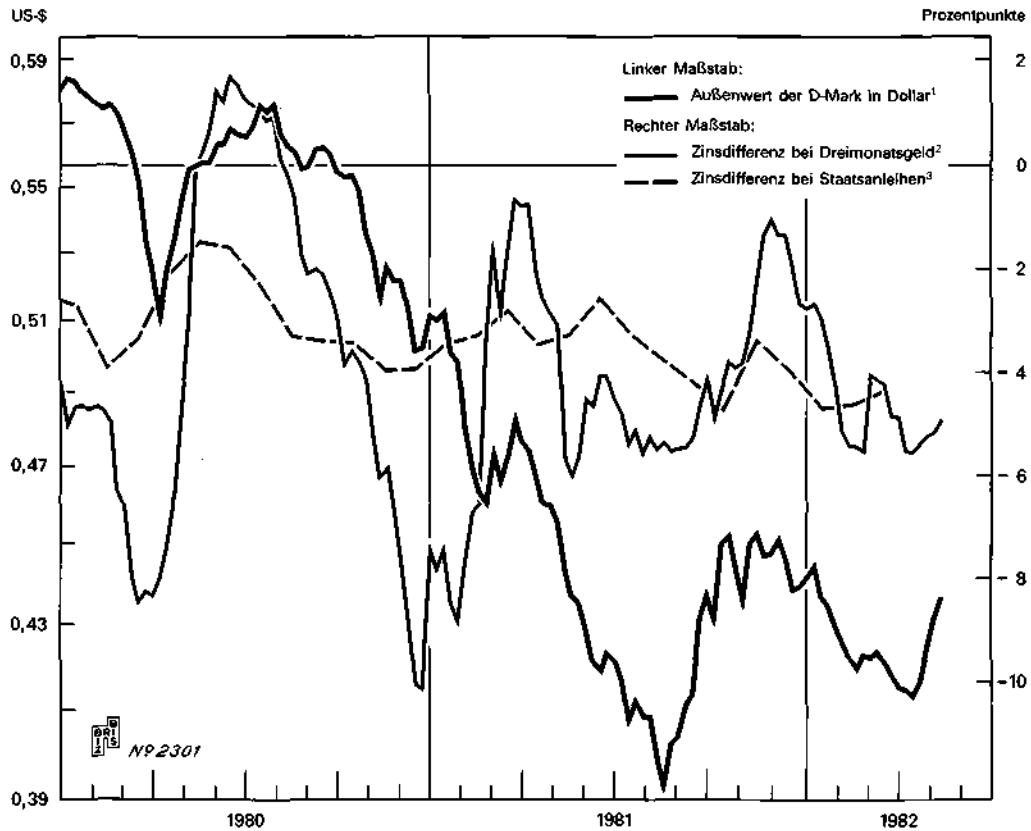
Ein Anstieg der deutschen und anderer kontinentaleuropäischer Zinssätze Mitte Februar brachte in Verbindung mit einem Rückgang der US-Zinsen in der

Folge eine zeitweilige Umkehr der Situation. Von Mitte Februar bis Mitte März erholten sich die D-Mark und der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar um etwa 10%, als sich die am kurzen Ende des Euromarktes zugunsten des Dollars bestehende Zinsdifferenz gegenüber der D-Mark auf 2 Prozentpunkte und gegenüber dem Schweizer Franken auf  $6\frac{1}{4}$  Prozentpunkte verengte. Von Anfang April an begannen aber die Dollarzinssätze und mit ihnen die Zinsdifferenz zugunsten des Dollars wieder zu steigen, und es setzte trotz umfangreicher Interventionen anderer Notenbanken eine erneute Aufwärtsbewegung des Dollars ein, die, mit einer Unterbrechung im Juni, bis Anfang August 1981 anhielt. Von Mitte März bis Anfang August fiel die D-Mark gegenüber dem Dollar um 20% auf etwa DM 2,57, ihren niedrigsten Wert seit Juli 1976 und nur 10% über ihrem Niveau von Ende März 1973. Zum Einfluß der Zinsentwicklung traten noch mehrere andere Faktoren, die den Dollar begünstigten: in Deutschland die verhaltene Verbesserung der Leistungsbilanz, in Frankreich die Auswirkungen des Ergebnisses der Präsidentschaftswahlen auf das Marktklima, in Belgien schließlich anhaltende politische und wirtschaftliche Schwierigkeiten, darunter ein sehr hohes Defizit der Leistungsbilanz.

Während sich die anderen Hauptwährungen im großen und ganzen wie die EWS-Währungen entwickelten, unterschieden sie sich nicht unwesentlich in dem Ausmaß ihrer jeweiligen Kurseinbußen gegenüber dem Dollar. Das Pfund Sterling, das gegenüber dem Dollar von Mitte März bis Anfang August  $22\frac{1}{2}\%$  an Wert verlor, wurde ab Juni von der Ölpreisflaute und von Zinsfaktoren nachteilig betroffen. Dagegen gaben der Schweizer Franken und der Yen gegenüber dem Dollar weniger nach als die übrigen Hauptwährungen. Bis Anfang Mai schwächte sich der Schweizer Franken im Gleichschritt mit der D-Mark ab; aber dann führten weitere Anhebungen des Diskont- und des Lombardsatzes am 11. Mai sowie Kapitalzuflüsse aus Frankreich nach den Präsidentschaftswahlen zu einer bedeutenden Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber anderen europäischen Währungen. Bis Ende Juni hatte er sich gegenüber der D-Mark von etwa sfr 0,925 Anfang März auf sfr 0,85 gefestigt. In der Folge schwächte sich dann der Franken wieder gemeinsam mit den EWS-Währungen gegenüber dem Dollar ab, wobei der Kassakurs Anfang August sfr 2,21 erreichte, womit er etwa 16% unter seinem Niveau von Mitte März lag. Im Anschluß an die Senkung des Diskontsatzes auf  $6\frac{1}{4}\%$  im März 1981 hatte Japan von allen entwickelten Ländern die niedrigsten Zinssätze, wobei die Differenz zu den US-Zinssätzen größer als anderswo war. Die starke Leistungsbilanz bewirkte aber im Verein mit der geringen und rückläufigen Inflationsrate, daß der Yen gegenüber dem Dollar mit einem Rückgang von etwa 15% auf ¥ 243 $\frac{1}{2}$  im Zeitraum Mitte März–Anfang August einen geringeren Kursverlust als die europäischen Hauptwährungen aufwies.

Die zweite Hauptphase auf dem Dollardevisenmarkt, die von Anfang August bis etwa Ende November dauerte, führte zu einem teilweisen Umschlagen des vorangegangenen Kursanstiegs des Dollars, dessen gewogener Außenwert 10,3% einbüßte. Mehrere Faktoren trugen zu diesem abrupten Umschwung auf den Devisenmärkten bei. Die Marktposition des Dollars war ohnehin nach den vorangegangenen starken Kurssteigerungen technisch verwundbar geworden. Überdies begünstigte die Leistungsbilanzentwicklung den Dollar weniger infolge der Verschlechterung der amerikanischen und der anhaltenden Besserung der japanischen und

Deutschland und USA: Veränderung der Kassakurse und der Zinsdifferenzen 1980–82



<sup>1</sup>Wochendurchschnitte von Tageskassakursen (logarithmischer Maßstab). <sup>2</sup>Deutscher Geldmarktsatz minus Satz für US-CDs (Wochendurchschnitte). <sup>3</sup>Zinssatz deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit minus Satz vergleichbarer US-Schuldverschreibungen (Monatsdurchschnitte).

deutschen Außenwirtschaftsposition. Gleichzeitig begann das anfängliche Vertrauen des Marktes in die Wirtschaftspolitik der Reagan-Administration zu schwinden; zudem gingen im Herbst die US-Zinssätze und das Zinsgefälle zugunsten des Dollars stark zurück.

Die D-Mark begann Mitte August gegenüber dem Dollar wieder Boden gutzumachen und stieg bis Anfang Oktober gegenüber ihrem Tiefpunkt vom August um nahezu 18% auf etwa DM 2,18. Die Aufwärtsbewegung des Schweizer Francs war ausgeprägter und dauerhafter; dies zum Teil wegen einer weiteren Anhebung des Diskont- und des Lombardsatzes der Schweizerischen Nationalbank Anfang September, der vierten seit Anfang Februar 1981, auf den historischen Höchststand von 6 bzw. 7½%. Mitte November 1981 lag der Kassakurs des Schweizer Francs gegenüber dem Dollar bei sfr 1,76. Zu diesem Kurs lag er 26% über seinem August-Tiefpunkt und hatte sein Niveau von Ende 1980 wieder erreicht. Die unterschiedliche Entwicklung der D-Mark und des Schweizer Francs gegenüber dem Dollar in dieser Periode ließ den Franken von August bis November 1981 gegenüber der D-Mark von über sfr 0,87 auf 0,79 steigen, womit er sein höchstes Niveau seit September 1978 erreichte.

Die dritte Hauptphase auf dem Dollardevisenmarkt begann im Dezember 1981 und hielt bis Mitte April 1982 an. In ihrem Verlauf kam es zu einem erneuten Anstieg des gewogenen Dollaraußenwerts um 11,9%, was den Rückgang von August–November 1981 mehr als wettmachte. Der wesentliche Grund für das erneute Erstarren des Dollars war die sich zu seinen Gunsten ausweitende Zinsdifferenz. Bis Ende November 1981 hatte sich der Zinsaufschlag bei Eurodreimonatsdollar gegenüber entsprechenden Einlagensätzen für D-Mark, Schweizer Franken und Yen auf  $1\frac{1}{2}$ ,  $2\frac{1}{4}$  bzw.  $4\frac{1}{2}$  Prozentpunkte verringert. In der Folge zogen die US-Zinsen bei rückläufigen Zinsen in den anderen Ländern neuerlich an. Bis Mitte April 1982 erreichte die Zinsdifferenz bei Eurodreimonatsgeld zugunsten des Dollars  $6\frac{1}{2}$  Prozentpunkte gegenüber der D-Mark,  $10\frac{1}{2}$  Prozentpunkte gegenüber dem Schweizer Franken und 9 Prozentpunkte gegenüber dem Yen.

Die D-Mark, der Schweizer Franken und das Pfund werteten sich während dieser dritten Phase fast parallel zum Dollar ab, wobei ihre jeweiligen Kursverluste 9,2, 11,3 und 10,9% betrug. Auffallend war, daß der Kursrückgang der D-Mark gegenüber dem Dollar in diesem Zeitraum relativ begrenzt blieb, obwohl sich das Zinsgefälle, teilweise als Folge gezielter Zinssenkungen in Europa, erheblich ausweitete. Die deutschen Behörden hatten dank der Verbesserung der Leistungsbilanz wieder etwas Spielraum für eine autonome Zinspolitik gewonnen. Die Schwäche des Yen gegenüber dem Dollar war während dieser Periode besonders ausgeprägt. Sein Kassakurs fiel von Ende November bis Anfang April um 14% auf fast ¥ 249, seinen niedrigsten Kurs seit April 1980. Der Schwächeanfall des Yen war größtenteils die Konsequenz sehr umfangreicher Kapitalabflüsse, die teils ein Reflex auf das Zinsgefälle und teils von der Erwartung verschärfter Steuerbestimmungen in Japan bestimmt waren.

Veränderungen der nominalen Wechselkurse, Januar 1981–April 1982

Währungen	Kassakurse gegenüber dem Dollar	Effektive Wechselkurse
	Veränderungen von Anfang Januar 1981 bis Mitte April 1982 in Prozent	
US-Dollar .....		+ 26,1
Belgischer Franken .....	- 32,2	- 16,6
Italienische Lira .....	- 31,1	- 16,0
Französischer Franken .....	- 29,2	- 13,5
Pfund Sterling .....	- 27,7	- 12,5
Deutsche Mark .....	- 20,4	- 1,8
Japanischer Yen .....	- 19,6	- 6,4
Schweizer Franken .....	- 11,8	+ 8,0
Kanadischer Dollar .....	- 3,7	+ 12,1

Für den gesamten Zeitraum von Anfang Januar 1981 bis Mitte April 1982 kumulierte sich der Anstieg des effektiven Außenwerts des Dollars auf knapp über 26%. Am anderen Ende des Spektrums sanken die effektiven Wechselkurse des belgischen Frankens, der Lira, des französischen Frankens und des Pfundes im Ausmaß von  $16\frac{1}{2}$  bis etwa  $12\frac{1}{2}$ %, während deren Dollarkurse um etwa 32–28%

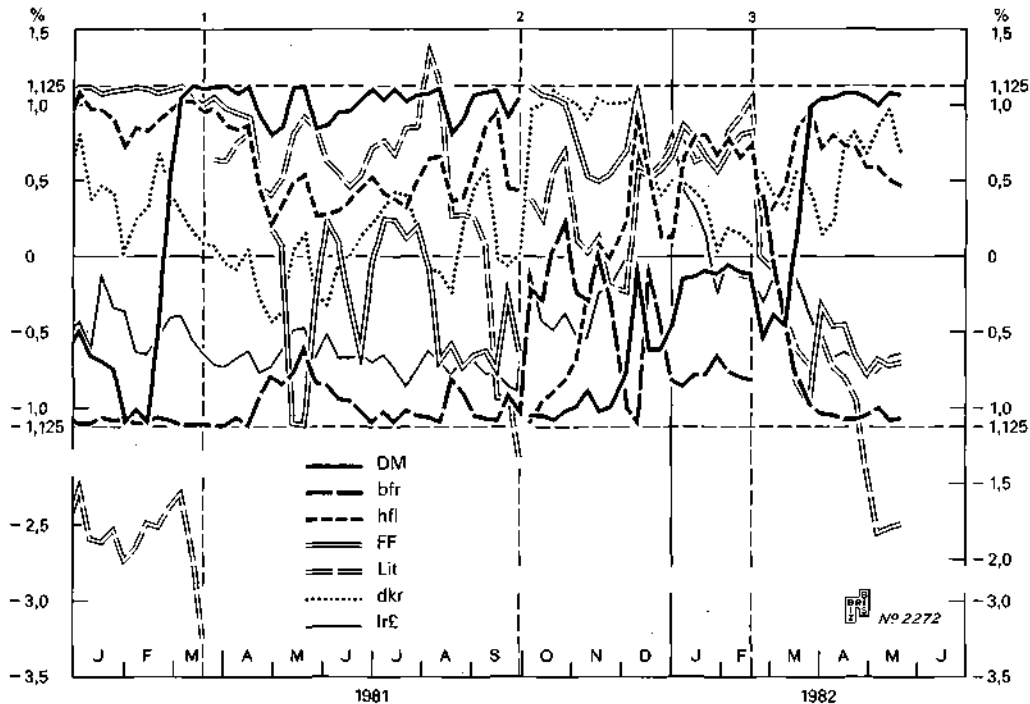
zurückgingen. Die Abschwächung des Außenwerts der D-Mark und des Yen war insbesondere auf gewogener Basis viel geringer. Dabei fiel der effektive Wechselkurs des Yen mehr als jener der D-Mark, obwohl beide Währungen gegenüber dem Dollar in sehr ähnlichem Umfang an Wert verloren. Dies lag zum Teil an der engeren Verflechtung der japanischen Wirtschaft mit der amerikanischen und zum Teil am Anstieg des Außenwerts der D-Mark gegenüber den anderen EWS-Währungen, deren Länder wichtige Außenhandelspartner Deutschlands sind. Der effektive Außenwert des Schweizer Frankens erhöhte sich von Januar 1981 bis April 1982 aufgrund seines Kursanstiegs gegenüber allen anderen europäischen Währungen, einschließlich der D-Mark, um 8%, während er gegenüber dem Dollar nur relativ wenig an Wert einbüßte. Der kanadische Dollar schwächte sich gegenüber dem US-Dollar aufgrund hoher Inlandszinsen und Nettokapitalimporte noch viel weniger als der Schweizer Franken ab, so daß sein gewogener Außenwert um etwa 12% stieg.

Von Mitte April an trat infolge des allmählichen Rückgangs der US-Zinsen, der durch die anhaltende Wirtschaftsfllaute und Hoffnungen auf haushaltspolitische Korrekturen in den USA ausgelöst worden war, eine Wende auf den Devisenmärkten ein. Obwohl gleichzeitig auch in einer Reihe anderer Industriestaaten die Geldpolitik gelockert wurde, sank der effektive Wechselkurs des Dollars von Mitte April bis zur zweiten Maiwoche um fast 5%. Auf bilateraler Basis reichte der Wertverlust des Dollars von 4½% gegenüber dem Schweizer Franken bis zu 6½% gegenüber dem Yen. Um Mitte Mai waren jedoch Anzeichen eines erneuten Erstarkens des Dollars erkennbar.

Nach einer Ende 1979 einsetzenden und im Verlauf von 1980 anhaltenden Stabilitätsperiode der nominalen Leitkurse der Partnerwährungen haben die Kursrelationen der Währungen im *Wechselkursverbund des Europäischen Währungssystems* inzwischen drei Neuanpassungen erlebt. Mit Wirkung vom 23. März 1981 wurde die Lira gegenüber allen übrigen Partnerwährungen um 6% abgewertet. Anfang Oktober 1981 kam es zu einer Aufwertung der D-Mark und des holländischen Guldens um 5,5% gegenüber der dänischen Krone, dem belgischen Franken und dem irischen Pfund, während die Leitkurse des französischen Frankens und der Lira gegenüber denselben drei Währungen um 3% nach unten angepaßt wurden. Mit Wirkung vom 22. Februar 1982 wurden schließlich der belgische Franken und die dänische Krone um 8,5 bzw. 3% gegenüber den anderen EWS-Währungen abgewertet.

Bei der Analyse des Entwicklungsverlaufs während der Berichtsperiode können mehrere unterschiedliche Phasen herausgearbeitet werden. Die erste, die den Januar und die erste Februarhälfte 1981 umfaßt, war eigentlich eine Fortsetzung der 1980 lange vorherrschenden Situation, deren Hauptmerkmal die nachhaltige Schwäche der D-Mark gewesen war, während der französische Franken und der holländische Gulden die stärksten Währungen im Verbund waren. In den ersten sieben Wochen des Jahres 1981 geriet die D-Mark unter schweren Abwertungsdruck; sie erreichte zuweilen ihren unteren Interventionspunkt und bedurfte erheblicher Stützung, während der französische Franken und der holländische Gulden am oberen Ende des Bandes verharrten. Die schwächste Währung im System war in dieser Zeit – wie überhaupt sehr lange im Berichtszeitraum – der belgische Franken.

Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbands des EWS 1981/82  
Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



<sup>1</sup>Mit Wirkung vom 23. März 1981 wurde die Lira um 6% gegenüber allen anderen Partnerwährungen abgewertet. <sup>2</sup>Mit Wirkung vom 5. Oktober 1981 wurden die D-Mark und der holländische Gulden um 5,5% aufgewertet und der französische Franken sowie die italienische Lira gegenüber der dänischen Krone, dem belgischen Franken und dem irischen Pfund um 3% abgewertet. <sup>3</sup>Mit Wirkung vom 22. Februar 1982 wurden der belgische Franken und die dänische Krone um 8,5 bzw. 3% gegenüber allen anderen Partnerwährungen abgewertet.

Als die deutsche Geldpolitik Mitte Februar stark gestraft wurde, begann die D-Mark sofort sowohl im EWS-Band als auch auf dem Dollardevisenmarkt anzusteigen. Vor Mitte März hatte sie ihren oberen Interventionspunkt gegenüber dem belgischen Franken erreicht und blieb in dieser zweiten Phase, die bis zur Neuordnung der Leitkurse im Oktober dauerte, meistens die stärkste Währung im Verbund. Auf die Festigung der D-Mark folgte bald, Ende März, eine Abwertung der Lira um 6%, während sich der französische Franken von April an stark abschwächte und seinen unteren Interventionspunkt Mitte Mai nach den Präsidentschaftswahlen erreichte. Im späteren Monatsverlauf erholte sich der Franken wieder unter dem Einfluß von Devisenkontrollmaßnahmen und steigenden Inlandszinsen. Der holländische Gulden verblieb, obwohl in gewissem Umfang von der Stärke der D-Mark berührt, in der oberen Hälfte des Bandes; ebenso die Lira, die von einer (teilweise saisonalen) Verbesserung der italienischen Zahlungsbilanz profitierte. Als Anfang August die Wende auf dem Dollardevisenmarkt eintrat, begann der französische Franken wieder nachzugeben, und die Lira schloß sich ihm bald an. Diese beiden Währungen waren zusammen mit dem irischen Pfund und dem belgischen Franken während der Wochen vor der Leitkursneufestsetzung von Anfang Oktober die schwächsten Währungen im System.

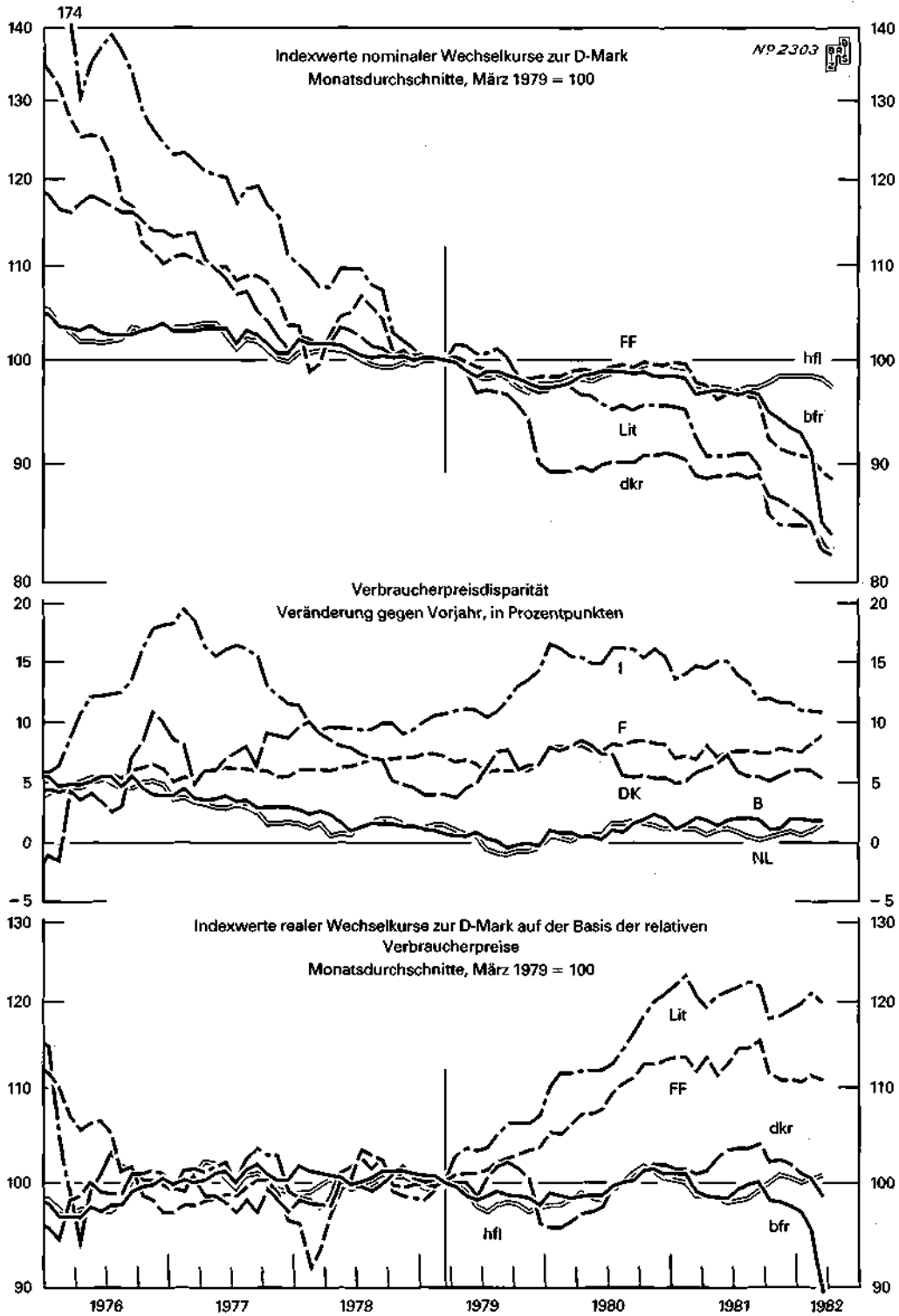
Das Realignment der Leitkurse leitete eine neue Entwicklungsphase ein. Die D-Mark und der Gulden fielen auf den unteren Rand des Bandes, wobei der Druck auf erstere besonders stark war und erhebliche offizielle Interventionen erforderte. Dagegen erreichte der französische Franken unmittelbar nach dem Realignment seinen oberen Interventionspunkt und blieb zusammen mit der dänischen Krone und der Lira einige Monate lang eine der stärksten Währungen im System. Die Erholung des belgischen Frankens war begrenzter und kurzlebiger. Im Oktober lag der Franken etwa in der Mitte des Bandes, fiel aber Anfang Dezember wieder auf seinen unteren Interventionspunkt. Gegen Jahresende begann sich die D-Mark wieder zu festigen, verharrte allerdings in der unteren Bandhälfte.

In den ersten Monaten des Jahres 1982 war der belgische Franken die schwächste Währung im Verbund und die Lira, der französische Franken und der Gulden die stärksten. Allerdings war das EWS-Währungsband in dieser Phase bedeutend enger als die zulässige maximale Ausdehnung von 2¼%. Die Abwertung des belgischen Frankens und der dänischen Krone im Februar geschah somit nicht in einer Zeit heftigen Abwertungsdrucks auf diese Verbundwährungen, sondern war im Fall des belgischen Frankens Bestandteil einer längerfristigen Stabilisierungspolitik und diente bei der dänischen Krone als Vorsichtsmaßnahme.

Unmittelbar nach der Leitkursneuordnung stiegen die beiden abgewerteten Währungen an den oberen Rand des Bandes. Der belgische Franken begann sich sehr bald wieder abzuschwächen; ebenso die dänische Krone Ende März. Bis dahin hatten sich die D-Mark und der Gulden wieder als die stärksten Währungen etabliert, wobei die dänische Krone als einzige andere Währung in der oberen Hälfte des Bandes verblieb. In der zweiten Märzhälfte erreichte die D-Mark ihren oberen Interventionspunkt, in dessen Nähe sie bis Mitte Mai verharrte. Der belgische Franken zeigte von Ende März an wieder eine sehr schwache Verfassung und berührte wiederholt seinen unteren Interventionspunkt. Der französische Franken fiel Mitte März auf seinen unteren Interventionspunkt und erholte sich dann etwas, als die Behörden auf weitere Zinserhöhungen und Devisenbeschränkungen zurückgriffen. Auch die Lira kam ab Mitte März unter schweren Druck, und die italienischen Behörden ergriffen ähnliche Stützungsmaßnahmen.

Der März 1982 markierte das Ende des dritten Jahres der Existenz des Europäischen Währungssystems. Inwieweit läßt sich sagen, daß das System das von den Staats- und Regierungschefs der EG-Länder in ihrem Kommuniqué im Anschluß an ihr Treffen in Bremen im Juli 1978 genannte Ziel der „Schaffung einer engeren währungspolitischen Zusammenarbeit, die zu einer stabilen Währungszone in Europa führen soll“, erreicht hat? Eine solche stabile Währungszone setzt verhältnismäßig stabile nominale Wechselkurse innerhalb des EWS voraus, d.h. daß Änderungen der offiziellen Leitkurse der Partnerwährungen weder zu groß noch zu häufig sein sollen. Und dies impliziert seinerseits zwei Dinge: erstens eine Konvergenz der nationalen Inflationsraten nach unten innerhalb der Region, in der das EWS gilt, da sonst reale Wechselkursbewegungen eintreten würden, die Anpassungen der nominalen Leitkurse in einem Umfang erfordern, der mit dem Ziel relativ stabiler Währungen nicht vereinbar ist; und zweitens, daß die nominalen Kursrelationen innerhalb des Systems nicht durch externe Störungen, insbesondere durch stark

Entwicklung der nominalen und realen Wechselkurse der übrigen EWS-Währungen gegenüber der D-Mark sowie des Inflationsgefälles zwischen den übrigen EWS-Partnerländern und Deutschland in den Jahren 1976–82





divergierende Kursrelationen der einzelnen Partnerwährungen zum Dollar, destabilisiert werden.

Was das Ziel der nominalen Wechselkursstabilität angeht, zeigt die erste der obigen Grafiken, daß dieses in den ersten 2½ Jahren des Bestehens des Systems bis Oktober 1981 einigermaßen erreicht wurde. Die nominalen Kursrelationen zwischen der Lira, dem französischen Franken und der dänischen Krone einerseits und der D-Mark andererseits waren in dieser Periode viel stabiler als vor März 1979, während die Relationen zwischen den Benelux-Währungen und der D-Mark von gleicher Stabilität waren, wie sie innerhalb des früheren Gruppenfloating europäischer Währungen gegenüber dem Dollar vorgeherrscht hatte. Seit Oktober 1981 hat diese relative Stabilität der nominalen Wechselkurse im EWS abgenommen, wobei innerhalb von weniger als sechs Monaten zwei Leitkursneufestsetzungen stattgefunden haben.

Die zweite Grafik veranschaulicht, daß die relative Stabilität der nominalen Wechselkurse bis gegen Ende 1981 nicht mit einer realen Konvergenz der nationalen Inflationsraten seit März 1979 einherging; ausgenommen sind die Benelux-Länder, wo sie schon zu Beginn des Systems erreicht worden war. Die Periode der angemessenen Stabilität der nominalen Kurse bis gegen Ende 1981 war größtenteils das Ergebnis der Schwäche der D-Mark, wobei Zahlungsbilanzentwicklungen zeitweilig den Einfluß von Inflationsdifferenzen zurückdrängten. Sobald sich die D-Mark nach dem Februar 1981 erneut im System zu festigen begann, dauerte es nicht lange, bis die in der dritten Grafik dargestellten Abweichungen der realen Wechselkurse Spannungen im Gefüge der nominalen Kurse erzeugten, die zu den bereits erwähnten Realignments führten.

Die dritte Grafik zeigt mit Bezug auf die Auswirkungen der Neuordnung der nominalen Wechselkurse im Jahre 1981 und Anfang 1982 auf das Gefüge der realen Wechselkurse im System, daß die realen Wechselkurse des französischen Frankens und der Lira gegenüber der D-Mark noch immer deutlich über ihrem Niveau von März 1979 liegen, während die Abwertung des belgischen Frankens im Februar 1982 den realen Wechselkurs dieser Währung gegenüber der D-Mark unter ihr Niveau von März 1979 absinken ließ. Was den französischen Franken und die Lira angeht, so standen zwar die Herabsetzungen der Leitkurse dieser Währungen 1981 mit den Inflationsdifferenzen in Zusammenhang, doch könnte es auch sein, daß im März 1979 ihre realen Wechselkurse gegenüber der D-Mark relativ günstig waren. Dagegen war die belgische Abwertung von Februar 1982 nicht durch das Inflationsgefälle bedingt. Sie wurde eher durch drei Jahre steigender Leistungsbilanzdefizite erzwungen, die durch eine zur Bewältigung der Phase einer internationalen wirtschaftlichen Stagnation unzureichende Industriestruktur verursacht wurden und den belgischen Franken zur schwächsten Währung im System während der meisten Zeit seit März 1979 machten, so daß er durch massive offizielle Interventionen auf dem Devisenmarkt und ein gemessen am binnenwirtschaftlichen Bedarf hohes Zinsniveau gestützt werden mußte.

Hinsichtlich der Abschottung der Partnerwährungen von äußeren Schocks steht während der vergangenen drei Jahre die relative Stabilität der nominalen Wechselkurse innerhalb des Systems sogar nach dem Oktober 1981 in deutlichem

Gegensatz zur Kursentwicklung dieser Währungen gegenüber dem Dollar. Ferner waren die täglichen Kursschwankungen im System viel geringer als auf dem Dollardevisenmarkt. Das Fehlen externer Erschütterungen der Stabilität des Systems seit März 1979 ist Ausdruck der Stärke des Dollars gegenüber der D-Mark während der meisten Zeit in dieser Periode. Die wirkliche Prüfung des Systems bezüglich seiner Anfälligkeit für äußere Störungen wird erst kommen, wenn der Dollar erneut eine ausgedehnte Schwächephase gegenüber der D-Mark durchläuft.

Das zusammenfassende Urteil über die Funktionsweise des EWS-Wechselkursmechanismus während der ersten drei Jahre seines Bestehens dürfte lauten, daß eine schwache deutsche Zahlungsbilanz während der meisten Zeit für vergleichsweise stabile nominale Wechselkurse gesorgt hat, obwohl einige ausgeprägte Inflationsdifferenzen zwischen den Partnerländern bestanden. Die künftige Stabilität wird allerdings von der Erreichung und Aufrechterhaltung einer Konvergenz der Inflationsraten nach unten abhängen.

### **Tägliche Ausschläge der Dollarkassakurse**

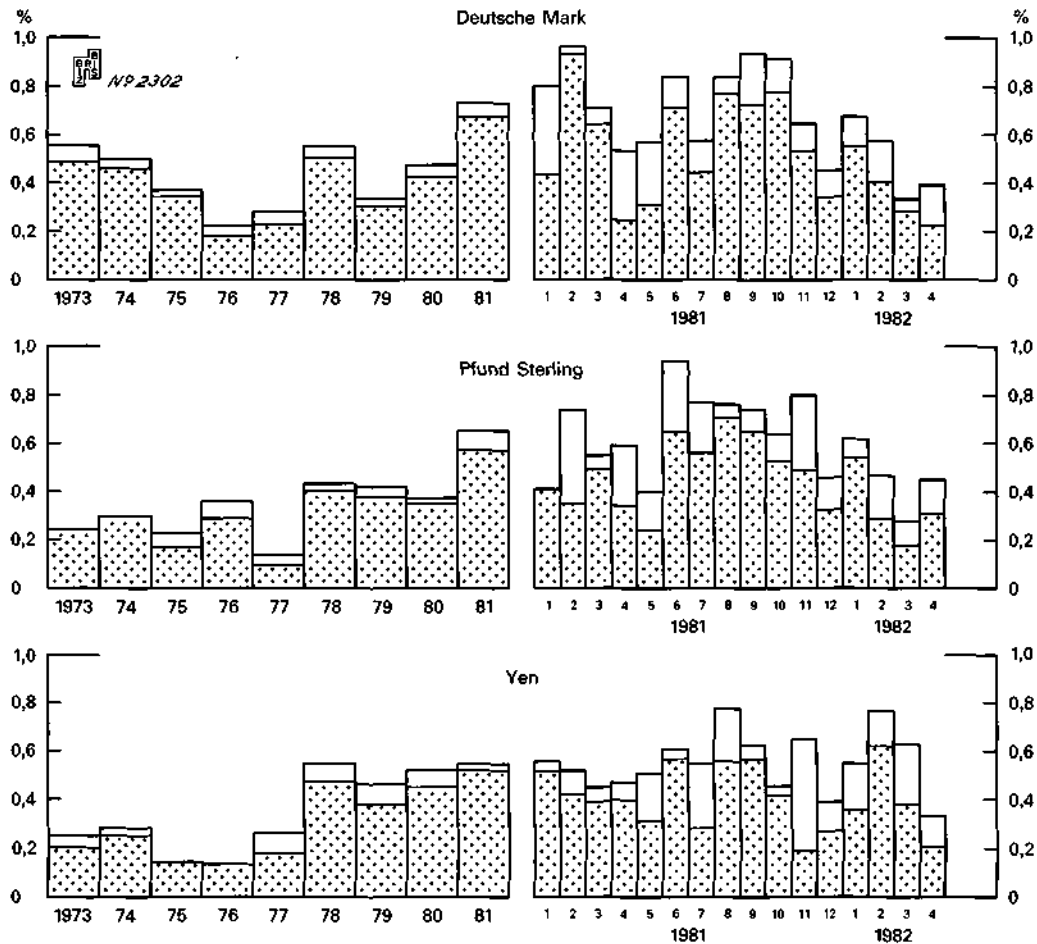
Neben den weiter oben erörterten weiten Schwankungen der Dollarkurse, die Perioden von ein bis sieben Monaten umfaßten, traten auch ausgeprägte kurzfristige Kursausschläge des Dollars – von einem Tag auf den anderen sowie am selben Tag – auf. Die folgenden Grafiken beschreiben für 1981 und die ersten vier Monate von 1982 die Monatsdurchschnitte der täglichen Veränderung der Kassakurse der D-Mark, des Yen und des Pfundes gegenüber dem Dollar sowie die Jahresdurchschnitte dieser Tagesschwankungen für die Jahre 1973–81. Diese Monats- und Jahresdurchschnitte werden sowohl auf unbereinigter Basis als auch bereinigt ausgewiesen, um einen monatlichen oder jährlichen Trendfaktor auszuschließen.

Betrachtet man zuerst die Jahresdurchschnitte für die gesamte Periode seit dem Beginn des Dollarfloating, so zeigt sich trotz des zum Teil recht unterschiedlichen Bildes bei den in der Grafik dargestellten drei Währungen keine längerfristige Tendenz einer Abnahme der täglichen Schwankungsbreite. Für alle drei Währungen war 1981 die durchschnittliche Tagesveränderung des Dollarkurses stärker als 1973, dem ersten Jahr flexibler Wechselkurse. Auf dem DM/Dollar-Kassamarkt beispielsweise betrug 1981 der Anteil der Geschäftstage, in denen sich der Kurs um  $\frac{1}{2}\%$  oder mehr veränderte, insgesamt 54%, verglichen mit 34% im Jahre 1973. Dies läßt vermuten, daß die tägliche Schwankungsanfälligkeit der Kurse gewissermaßen ein systemimmanentes Merkmal flexibler Wechselkurse ist.

Dennoch gab es während der ersten Jahre des Floatens insbesondere auf dem DM/Dollar-Kassamarkt Anzeichen dafür, daß die Marktteilnehmer mit zunehmender Geschicklichkeit das System flexibler Kurse störungsfrei zu handhaben verstanden. Nach 1973 und den anfänglichen Turbulenzen nach dem Übergang von festen zu flexiblen Kursen verringerte sich die durchschnittliche Größe der täglichen Kursausschläge auf dem DM/Dollar-Markt bis 1976 stetig. Die erneute Abschwächung des Dollars im zweiten Halbjahr 1977 und im Jahre 1978 ging dann mit durchschnittlichen täglichen Schwankungen von derselben Größenordnung wie 1973 einher. Auf die aktivere Dollarwechselkurspolitik der US-Behörden von Ende 1978 an folgte

### Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkassakurse 1973–82

Jahres- und Monatsdurchschnitte



Anmerkung: Variabilität wird definiert als der Durchschnitt der täglichen Prozentveränderung der Kassakurse, bereinigt um die Asymmetrie der Prozentveränderung in Fällen von Höher- und Minderbewertung. Die punktierten Stäbe sind um einen „Trendfaktor“ bereinigt, um jenen Teil der monatlichen oder jährlichen Entwicklung auszuschalten, der auf die Gesamtveränderung im betreffenden Monat oder Jahr zurückgeht.

dann 1979 ein erneuter Rückgang der Tagesschwankungen des DM/Dollar-Kassakurses, bevor sich dann die Kursausschläge in den Jahren 1980 und 1981, die von einer bedeutenden Festigung des Dollars und – seit Anfang 1981 – von der Einleitung einer Politik der Nichtintervention gegenüber dem Dollar seitens der US-Behörden geprägt waren, erneut verstärkten. 1978 und neuerlich 1981 gingen die erhöhten Tagesschwankungen des DM/Dollar-Kassakurses mit ähnlichen Entwicklungen des Pfund/Dollar- und des Yen/Dollar-Kassakurses einher.

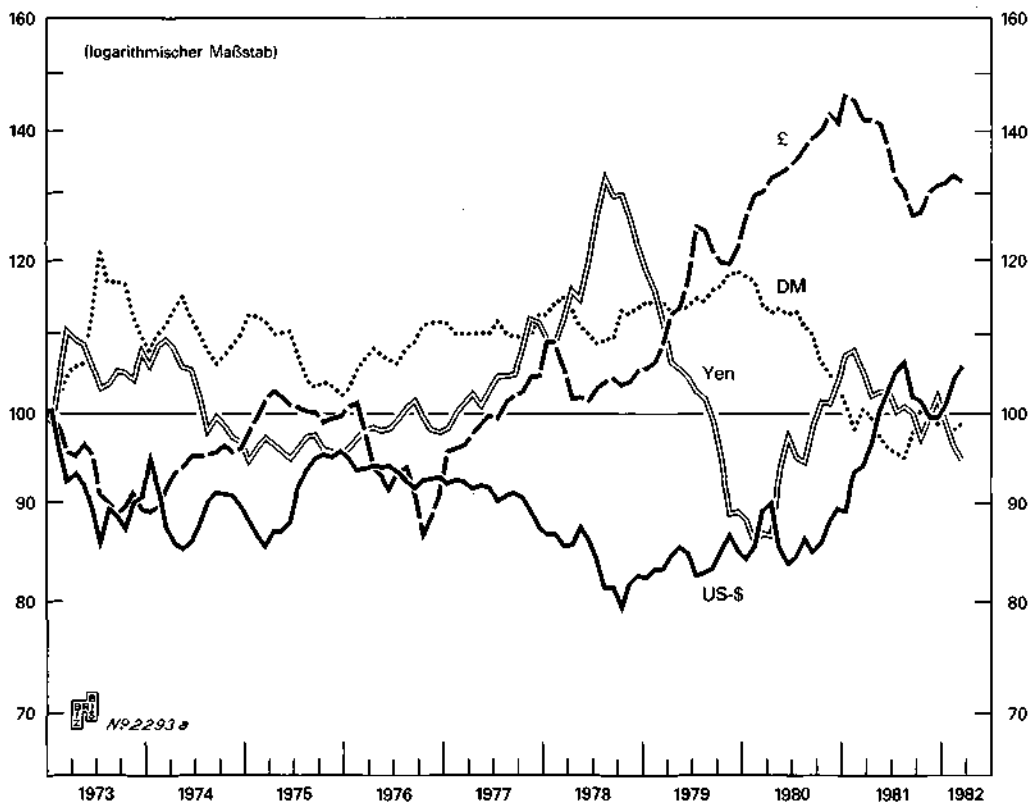
Im Verlauf des Jahres 1981 waren die täglichen Schwankungen auf dem DM/Dollar-Kassamarkt am höchsten im Februar, als sich die vorangegangene Aufwärtsbewegung des Dollars zeitweilig umkehrte, sowie im August–Oktober, als der Dollar zunächst einen Höchststand gegenüber der D-Mark erreichte und dann

nachzugeben begann. Erwähnenswert ist, daß sich seit Anfang 1982 die Tageschwankungen aller drei in der Grafik dargestellten Kurse, insbesondere jene des DM/Dollar-Kassakurses, tendenziell vermindert haben. Vom dritten Quartal 1981 bis zum ersten Quartal 1982 erhöhte sich der Anteil der Geschäftstage, in denen sich der DM/Dollar-Kurs um weniger als ½% verändert hat, von 36 auf 60%. Es ist noch zu früh, um sagen zu können, ob es sich hier um eine temporäre Erscheinung handelt oder ob die Märkte sich auf die amerikanische Politik der faktischen Nichtintervention einzustellen beginnen.

### Veränderung der realen Wechselkurse und der internationalen Wettbewerbspositionen

Die in der Tabelle auf S.159 dargestellten Verschiebungen der nominalen Wechselkurse der Hauptwährungen in den Jahren 1981/82 gingen mit weiteren Veränderungen der realen Wechselkurse einher. Die nachfolgenden Grafiken veranschaulichen die Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse des US-Dollars, der D-Mark, des Yen und des Pfundes sowohl während dieser Periode als auch seit Ende 1972, unmittelbar vor dem endgültigen Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods. Die erste Grafik zeigt den effektiven Wechselkurs dieser vier

Ausgewählte Industrieländer: Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse auf der Basis der relativen Großhandelspreise industrieller Produkte 1973–82  
Monatsdurchschnitte, Indizes: Dezember 1972 = 100



Währungen, bereinigt um die relative Entwicklung der Großhandelspreise industrieller Produkte in den Zehnergruppenländern und der Schweiz, und die zweite ihren effektiven Kurs, bereinigt um die relative Entwicklung ihrer Lohnstückkosten. Da die Indizes, nach denen diese Berechnungen erstellt werden, weit entfernt davon sind, exakt und international völlig vergleichbar zu sein, geben die in den Grafiken dargestellten Kursbewegungen eher eine Tendenz als den exakten Verlauf wieder.

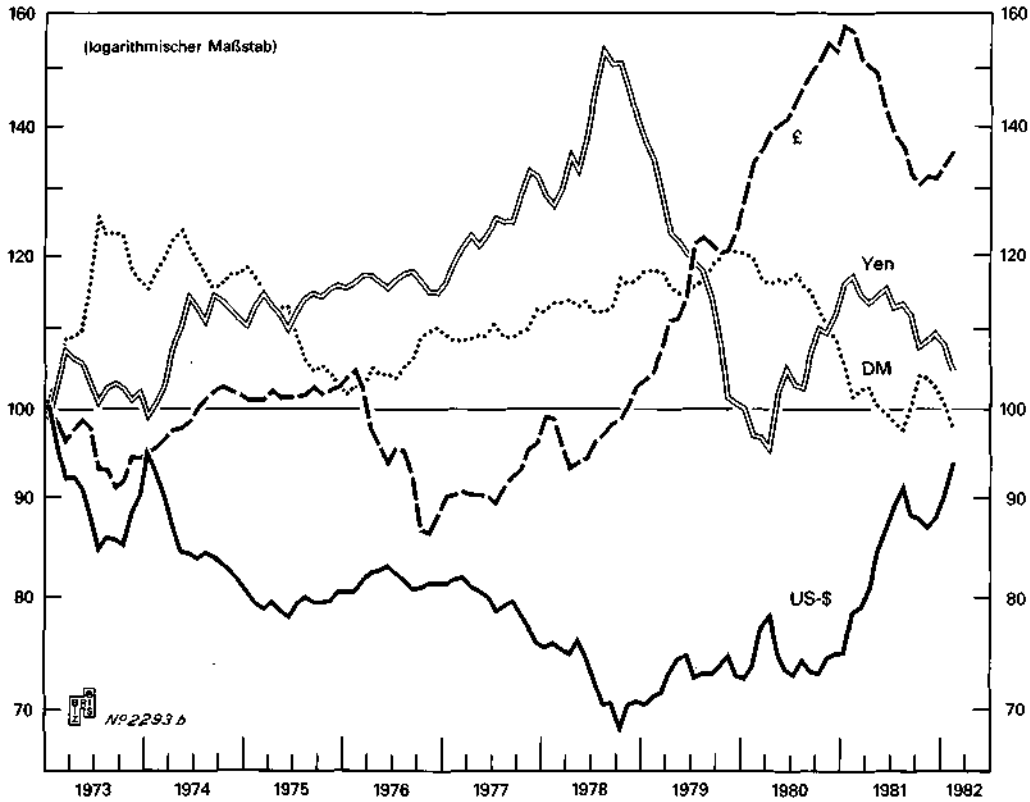
Seit Ende 1980 hat der Dollar die bei weitem größte Veränderung seines realen Wechselkurses verzeichnet: Gemessen an den relativen Großhandelspreisen industrieller Produkte gewann er etwas mehr als 21% und gemessen an den relativen Lohnstückkosten 25½% an Wert. Der reale Wertverlust des Pfundes betrug 17% auf der Basis der relativen Lohnstückkosten und 9½% auf der Basis der relativen Großhandelspreise. Jener des Yen war nach beiden Maßstäben mit 11–12% etwa gleich groß. Demgegenüber fiel der Rückgang des realen Außenwerts der D-Mark recht bescheiden aus: 5½% auf der Basis der Lohnstückkosten und ganze 3% auf der Basis der Großhandelspreise.

Während die Abwertung des Yen, ebenso wie die des Pfundes, seit Ende 1980 eine Umkehr früherer Trends darstellte, führten die Höherbewertung des Dollars und die Außenwertverringering der D-Mark eine schon zuvor in Gang befindliche Verschiebung fort. Tatsächlich war seit Oktober 1978 der reale Wechselkurs des Dollars nach beiden in der Grafik dargestellten Indikatoren bis Ende März 1982 um deutlich über 35% gestiegen. Im Fall der D-Mark erhöhte ihre Abwärtsbewegung im Verlauf des Jahres 1981 und im ersten Quartal 1982 die kumulative Abwertung ihres realen Wechselkurses seit Ende 1979 auf 15½% gemessen an den Großhandelspreisen und auf 15% gemessen an den Lohnstückkosten.

Im Lichte der Entwicklung während der ganzen Periode seit dem Ende des Festkurssystems bedeuten diese Bewegungen des Dollars und der D-Mark eine Fortsetzung der starken Ausschläge der realen Wechselkurse, welche die vergangenen neun Jahre kennzeichneten. Für die gesamte Periode werden zwei Dinge aus den Grafiken deutlich: das starke Ausmaß der Verschiebungen der realen Wechselkurse aller vier Währungen und die Tatsache, daß mit Ausnahme des Pfundes die realen Wechselkurse dieser Währungen Ende März 1982 nicht weit von ihrer Position von Ende 1972 entfernt waren.

Veränderungen der realen Wechselkurse sind als solche ein unabdingbares Element des internationalen Anpassungsprozesses, wenn sich die Zahlungsbilanz eines Landes in einem bedeutenden Ungleichgewicht befindet. Ferner läßt sich argumentieren, daß solche Veränderungen seit Anfang der siebziger Jahre infolge der Ölpreisschocks, zunehmender Zinsschwankungen, auseinanderstrebender ökonomischer und außerökonomischer Entwicklungen in den einzelnen Ländern eher mehr als weniger erforderlich geworden sind. Einige der in den vergangenen neun Jahren eingetretenen Veränderungen der realen Wechselkurse haben denn auch notwendige Zahlungsbilanzanpassungen begünstigt. So war der Dollar zu Beginn der in der Grafik wiedergegebenen Periode eindeutig überbewertet und die D-Mark eindeutig unterbewertet, da wenig Möglichkeit bestand, daß das US-Leistungsbilanzdefizit und der deutsche Überschuß ohne eine reale Abwertung des Dollars und eine reale Höherbewertung der D-Mark beseitigt würden.

Ausgewählte Industrieländer: Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse auf der Basis der relativen Lohnstückkosten 1973–82  
 Monatsdurchschnitte, Indizes: Dezember 1972 = 100



Trotzdem ist es gleichermaßen zweifelsfrei, daß ein erheblicher Teil der Veränderungen der realen Wechselkurse seit Ende 1972 vom Standpunkt des Anpassungsprozesses unnötig war. Das klarste Beispiel dafür war die reale Höherbewertung des Pfundes zwischen Ende 1976 und Anfang 1981, die sich gemessen an den Großhandelspreisen auf nahezu 70% und gemessen an den Lohnstückkosten auf über 80% belief. Im Fall der D-Mark hatte die reale Aufwertung von Ende 1972 bis 1979 etwa 20% betragen und (zusammen mit dem zweiten Ölpreisschub) offensichtlich das Entstehen eines großen deutschen Leistungsbilanzdefizits mit verursacht, wenn auch die nachfolgende Abwertung bis August 1981 eindeutig zu weit gegangen war. Die realen Wechselkursschwankungen des Yen im Verlauf der vergangenen neun Jahre waren ausgeprägter als jene der D-Mark. Die reale Aufwertung des Yen von Ende 1972 bis August 1978, im Ausmaß von über 50% gemessen an den relativen Lohnstückkosten, war übertrieben, und dasselbe gilt wohl für seine darauffolgende Abwärtsbewegung von über 35% auf derselben Basis bis April 1980. Wenn schließlich der Dollar Ende 1972 etwas überbewertet gewesen war, so bestand nahezu sechs Jahre später – gegen Ende 1978 – ein allgemeiner Konsens, daß der Rückgang seines realen Wechselkurses um über 30%, auf der Basis relativer Lohnstückkosten, zu weit gegangen war.

Zweifellos haben sich übertriebene Verschiebungen der realen Wechselkurse zum Teil deshalb ergeben, weil die nominalen Wechselkurse, wenn sie sich erst einmal zu bewegen beginnen, Kräfte freisetzen, die weitere Veränderungen in dieselbe Richtung begünstigen. Anders ausgedrückt: Wechselkursveränderungen neigten dazu, sich zu verselbständigen. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Erstens implizieren unelastische Angebots- und Nachfragekurven für international gehandelte Güter und Dienstleistungen, daß Wechselkursveränderungen, die zur Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten angemessen sind, kurzfristig diese Ungleichgewichte eher vergrößern und weitere Verschiebungen der Wechselkurse nach oben bzw. unten hervorrufen. Zweitens haben starke Abwärtsbewegungen nominaler Wechselkurse über ihren Einfluß auf die Inlandspreise in einigen Fällen die Gefahr eines Teufelskreises von steigender Inflation und sinkenden Wechselkursen geschaffen. Drittens ist es eine Tatsache, daß die Akteure an den Devisenmärkten weder den langfristigen Gleichgewichtskurs einer Währung kennen noch, falls sie ihn wüßten, es sich leisten könnten, nach diesem Wissen zu handeln, da die Risiken, kurzfristig Verluste zu erleiden, zu hoch sind, zumal in einer Periode, wie sie die vergangenen neun Jahre darstellten, die durch große wirtschaftliche und politische Veränderungen sowie Unsicherheiten geprägt waren.

Eine Erklärung für die starken Wechselkursausschläge seit Anfang der siebziger Jahre lautet, daß diese in erheblichem Umfang durch das Verhalten der Behörden verursacht wurden. Diesem Standpunkt zufolge werden beispielsweise offizielle Devisenmarktinterventionen als destabilisierend betrachtet, da sie das reibungslose Funktionieren des Marktes behindern. Es ist nicht leicht, für diese Auffassung eine Bestätigung in den Ereignissen zu finden. Zwar haben in einer Reihe von Fällen umfangreiche offizielle Interventionen auf den Devisenmärkten größere Verschiebungen der Wechselkurse nicht verhindern können; aber das kann nicht heißen, daß solche Interventionen selbst ursächlich für die Instabilität waren. Die Entscheidung der US-Behörden Ende 1978, beachtliche Devisenmarktinterventionen vorzunehmen, beruhte auf der Erfahrung eines Überschießens der Wechselkurse bei Fehlen von offiziellen Interventionen, während die neuere Entscheidung der gegenwärtigen US-Administration von Anfang 1981, sich faktisch von Devisenmarktinterventionen fernzuhalten, die Schwankungsanfälligkeit der Kurse auf dem Dollarmarkt eher vergrößerte als verminderte.

Wenn daher ein erhebliches Maß der Wechselkursinstabilität der vergangenen neun Jahre vom Standpunkt des internationalen Anpassungsprozesses unnötig war, läßt sich gleichwohl immer noch fragen, ob dadurch wirklich viel Schaden angerichtet wurde. Über diese Frage sind die Meinungen geteilt, da sich die ökonomischen Wirkungen der Währungsinstabilität nicht messen, sondern nur beurteilen lassen. Bei einer allgemeinen Betrachtungsweise ist es indes nicht leicht vorstellbar, daß sehr große Schwankungen von Preisen, die makroökonomisch so bedeutend sind wie die Wechselkurse – für einzelne Länder bedeutender als der Ölpreis –, keine ökonomischen Kosten haben sollen.

Ein Gesichtspunkt dieser Kosten bezieht sich auf die Ungewißheit, die Kurschwankungen auslösen. Wenn es nicht mit Bestimmtheit möglich ist, zu wissen, was mit dem Wechselkurs geschehen wird, wie kann dann eine optimale Allokation

der Ressourcen über den Preismechanismus stattfinden? Überdies dürften Unsicherheiten über die Wechselkurse durch die Erhöhung der Risikoprämie einen dämpfenden Effekt auf die Investitionsentscheidungen im Inland wie im Ausland ausüben, da sich Entscheidungen auf der Grundlage einer falschen Wechselkurs-einschätzung als sehr kostspielig herausstellen dürften.

Ein weiteres Kostenelement, eines, wofür greifbarere Belege bestehen, hat mit den Folgen übermäßiger Kursbewegungen zu tun. Bei einem Abwärtsgleiten erschwert, wie bereits erwähnt, ein Überschießen der Wechselkurse die Verfolgung einer antiinflationären Politik, während bei einer Aufwärtsbewegung eine solche Überreaktion ungünstige Wirkungen auf die Wirtschaftsaktivität haben kann.

Eine weitere Gefahr überschießender Wechselkurse ist, daß sie die Saat für neue Ungleichgewichte und weitere Wechselkursinstabilität säen können. Dieser Gesichtspunkt ist besonders in der gegenwärtigen Zeit bedeutsam, da sich die effektiven realen Wechselkurse des Dollars, der D-Mark und des Yen nicht weit von ihren Positionen von Ende 1972 befinden. Damals war die Struktur der Wechselkurse ein gewichtiger Faktor für den Zusammenbruch des Festkurssystems. Es bleibt abzuwarten, ob das gegenwärtige Kursgefüge dauerhafter ist oder ob ihm weitere große Verschiebungen in den Preisen der Währungen folgen werden.

### Goldgewinnung und Goldmarkt

Die Entwicklung beim Gold war im Berichtszeitraum von der Fortsetzung des steilen Rückgangs des Marktpreises geprägt, der Anfang 1980 eingesetzt hatte. Die Notierungen am Londoner Markt fielen um nahezu 50% von über \$ 600 je Unze Anfang Januar 1981 auf \$ 312 je Unze Mitte März 1982. Von der Angebotsseite her geriet der Preis unter Druck durch eine auf 185 t geschätzte Zunahme der

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1929	1940	1946	1953	1970	1978	1979	1980	1981
	Tonnen								
Südafrika .....	323,9	436,9	371,0	371,4	1000,4	706,4	705,4	675,1	657,6
Kanada .....	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	54,0	51,1	50,6	49,5
USA .....	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	31,1	30,2	29,6	40,6
Brasilien .....	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	22,0	25,0	35,0	35,0
Philippinen .....	5,1	34,9	—	14,9	18,7	18,2	16,7	20,4	23,4
Kolumbien .....	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,0	10,0	17,0	17,7
Australien .....	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,0	18,2	16,9	17,5
Papua-Neuguinea ..	.	.	.	.	0,7	23,4	19,7	14,3	17,2
Dominikanische Republik .....	.	.	.	.	—	10,8	11,0	11,5	12,8
Chile .....	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	3,3	4,3	6,5	11,4
Zimbabwe .....	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	10,8	11,8	11,3	11,3
Ghana .....	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	12,5	11,1	11,0	10,4
Peru .....	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	3,9	4,7	5,0	7,2
Mexiko .....	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,2	6,3	5,9	5,2
Zusammen .....	522,7	964,4	612,4	685,7	1232,2	931,6	925,5	910,1	916,8
Sonstige Länder ..	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	34,4	31,5	34,9	40,2
Geschätzte Weltgoldgewinnung*	570,0	1165,0	666,0	754,0	1271,0	966,0	957,0	945,0	957,0

\* Ohne UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea.



für die nichtmonetäre Verwendung insgesamt verfügbaren Goldbestände von 1980 auf 1981; sowie von der Nachfrageseite durch das hohe Zinsniveau, die daraus resultierende Stärke des Dollars, die Abschwächung der Ölpreise und den Rückgang der Inflationsraten wie der Inflationserwartungen in den Industrieländern.

Nach Schätzungen hat sich die Weltgoldgewinnung (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea) leicht von 945 auf 957 t erhöht. Dies geschah trotz eines Rückgangs der südafrikanischen Produktion um 17 auf 658 t, ihr niedrigstes Niveau seit 22 Jahren. Seit 1970 hat der Anteil Südafrikas an der gesamten in der Tabelle erfaßten Golderzeugung von 79 auf 69% abgenommen. Außerhalb Südafrikas hat sich 1981 die gesamte Goldgewinnung um schätzungsweise 29 t erhöht, einschließlich eines Anstiegs der US-Erzeugung um 11 t.

Die Abnahme der südafrikanischen Golderzeugung im Jahre 1981 ergab sich trotz einer geringen Zunahme der Gesamtmenge des industriell verhütteten Erzes um knapp über 2%. Der von der südafrikanischen Industrie erzielte Golddurchschnittspreis ging von 1980 auf 1981 von \$ 616 auf 462 je Unze zurück, während die durchschnittlichen Produktionskosten um 18% stiegen. Deshalb, und trotz einer 22prozentigen Abwertung des Rands gegenüber dem Dollar, sanken 1981 die aus der Goldgewinnung durchschnittlich erwirtschafteten Erträge (vor Steuern) um 33%, nach einer Versiebenfachung in den vier vorausgegangenen Jahren.

Der Hauptgrund für den letztjährigen Anstieg des Marktangebots an Gold war eine Zunahme der geschätzten Goldabgaben der kommunistischen Länder von 90 auf 300 t. Die Sowjetunion tätigte in der zweiten Jahreshälfte umfangreiche Goldverkäufe zwecks Auffüllung ihrer Devisenbestände, die im ersten Halbjahr 1981 erheblich abgebaut worden waren. Die Veränderung der westlichen offiziellen Goldbestände, die sich auf das gesamte Marktangebot von Gold auswirkt, läßt sich nur grob schätzen, da einige offizielle Goldtransaktionen nicht über den Markt gehen. 1981 gehörten zu solchen nichtmarktmäßigen Transaktionen Goldswaps von Südafrika mit den Geschäftsbanken. Unter der Annahme, daß auf diese Swaps die letztjährige Abnahme der Goldreserven Südafrikas um 90 t zurückzuführen ist, betrug 1981 die gesamte offizielle westliche Goldaufnahme am Markt schätzungsweise 80 t, verglichen mit 45 t 1980. Die ausgewiesenen Goldreserven der ölexportierenden Länder erhöhten sich 1981 um 49 t (einschließlich einer Zunahme der aus-

Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

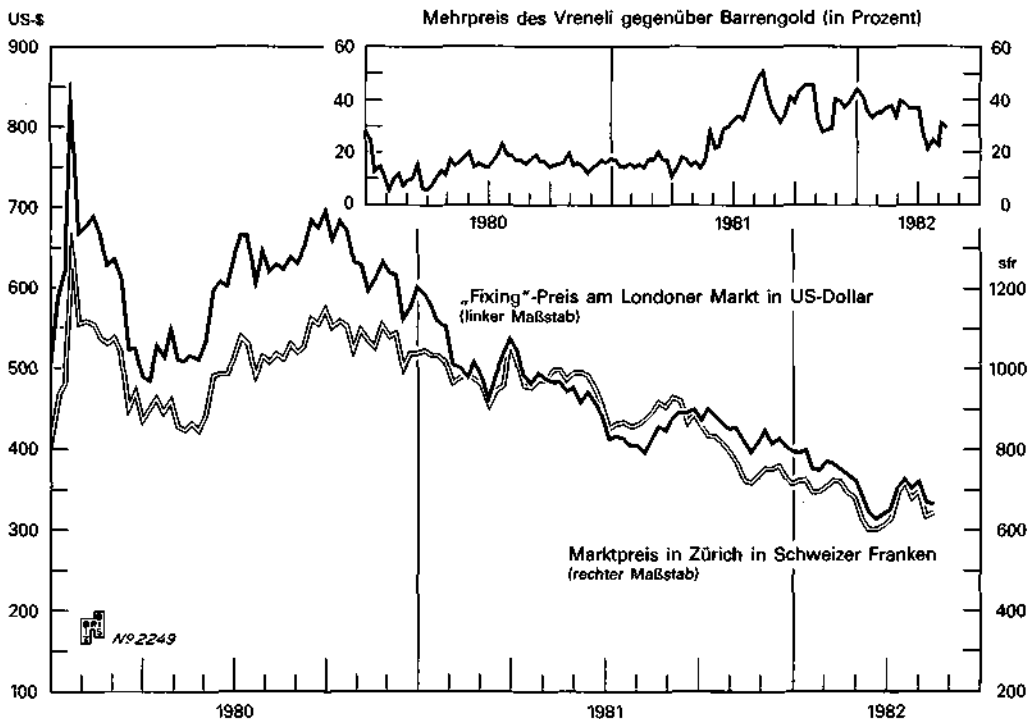
	1978	1979	1980	1981
	Tonnen			
Goldgewinnung .....	965	955	946	955
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) .....	450	290	90	300
Veränderung der amtlichen Goldbestände der westlichen Welt durch Markttransaktionen* (geschätzt; - = Zuwachs) .....	310	625	- 45	- 80
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt) .....	1725	1870	990	1175

\* Die Veränderungen der südafrikanischen Goldreserven in den in der Tabelle erfaßten Jahren blieben bei der Entwicklung der amtlichen Goldbestände der westlichen Welt unberücksichtigt, da sie nach allgemeiner Ansicht vornehmlich die Durchführung oder Auflösung von Goldswaps zwischen der Südafrikanischen Reservebank und den Geschäftsbanken in anderen Ländern widerspiegeln. Nicht enthalten ist darüber hinaus in der Veränderung der offiziellen Bestände von 1978 die Übertragung von zuvor nicht zu den Weltgoldreserven gezählten 65 t Gold vom japanischen Finanzministerium auf die Bank von Japan.

gewiesenen Goldreserven von Indonesien und Libyen um 22 bzw. 15½ t) und jene der nichtölfördernden Entwicklungsländer Lateinamerikas um 32 t, wobei auf Kolumbien 18 t und auf Brasilien 10 t entfielen. Faßt man Goldgewinnung, Verkäufe der kommunistischen Länder und die offiziellen westlichen Markttransaktionen zusammen, so hat sich nach groben Schätzungen von 1980 auf 1981 das für die nichtmonetäre Verwendung insgesamt zur Verfügung stehende Gold von 990 auf 1 175 t erhöht. Eine bemerkenswerte Entwicklung im vergangenen Jahr waren die von 36 auf 173 t gestiegenen Goldimporte Japans für nichtmonetäre Verwendungszwecke.

Was die Preisentwicklung auf dem Goldmarkt in der Berichtsperiode angeht, so war der allgemeine Trend nach unten gerichtet, bei freilich ziemlich ausgeprägten Schwankungen des Marktpreises, die bis zu einem gewissen Grad mit der Kursentwicklung des Dollars zusammenhingen. Ende 1980 hatte der Fixingpreis am Londoner Markt bei etwa \$ 590 je Unze gelegen. Von diesem Niveau zogen die Marktnotierungen bis zum 6. Januar 1981 leicht auf knapp über \$ 600 an, dem höchsten Preis in der Berichtsperiode. Steigende Dollarzinsätze und die Freilassung der US-Geiseln im Iran ließen dann die Notierungen bis Anfang März auf \$ 457 zurückgehen. Gegen Monatsende erholte sich der Preis unter dem Einfluß einer vorübergehenden Abschwächung der Dollarzinsätze und der Spannungen in Polen auf nahezu \$ 550; zwar wurde dieses Niveau nicht gehalten, doch blieben die Notierungen bis gegen Mitte April über \$ 500. Mitte Mai setzte ein weiterer, mit der anhaltenden Dollarstärke verbundener Preisverfall ein, und am 8. Juli sank der

Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1980–82  
Freitagswerte je Feinunze



Fixingpreis erstmals seit November 1979 unter \$ 400. Als der Dollar Anfang August einen Höchststand gegenüber den anderen wichtigen Währungen erreichte, lag der Goldpreis bei knapp über \$ 390.

Parallel zur darauffolgenden Abschwächung des Dollars auf den Devisenmärkten erholte sich der Goldpreis dann trotz neuerlicher Marktabgaben der Sowjetunion auf \$ 464 Ende September. Von diesem Zeitpunkt an bis Mitte März 1982 war der Gesamttrend der Preise, bedingt durch die massiven sowjetischen Verkäufe gegen Ende 1981 und die weitere Festigung des Dollars, erneut nach unten gerichtet. Anfang Januar 1982 unterschritt der Preis erneut \$ 400 und erreichte am 15. März einen Tiefpunkt von \$ 312. Nach dem Ausbruch der britisch-argentinischen Krise stiegen die Notierungen Mitte April auf \$ 367, fielen aber bis Ende Mai wieder auf rund \$ 325 je Unze.

### **Währungsreserven und internationale Liquidität**

Die globale Reserveentwicklung stand 1981 in deutlichem Gegensatz zu jener der vorangegangenen Jahre. Zu aktuellen Dollarkursen fielen die Weltwährungsreserven (ohne Goldreserven) um \$ 19,3 auf 396,3 Mrd., nach einem Anstieg von \$ 56,9 Mrd. im Jahre 1980. Außerdem nahm der Wert der gesamten Goldreserven, ausgedrückt in Marktpreisen, nach Zuwächsen von \$ 66,3 Mrd. 1980 und \$ 260 Mrd. 1979 um \$ 180,3 auf 379,9 Mrd. ab.

Diese zu aktuellen Dollarkursen berechneten Zahlen vermitteln ein verzerrtes Bild sowohl der realen Reserveentwicklung im letzten Jahr als auch des Gegensatzes zwischen 1980 und 1981. Dies gilt besonders für die Goldreserven. Bei Fehlen eines offiziellen monetären Goldpreises überzeichnen Veränderungen des Marktpreises des Metalls die Veränderung der effektiven Kaufkraft der gesamten Goldreserven. Dies gilt sowohl für 1979 und die ersten Wochen des Jahres 1980, als der Goldpreis sehr steil anstieg, als auch für die nachfolgende Periode, als er stark zurückging. Dennoch können einzelne goldhaltende Länder in gewissem Umfang ihre Goldreserven verwenden, indem sie sie entweder auf dem Markt verkaufen oder gegen Verpfändung von Gold zu marktnahen Preisen Kredite aufnehmen. Ferner hängt das Ausmaß, in dem solche Länder Zahlungsbilanzdefizite problemlos durch Rückgriff auf ihre Nichtgoldreserven finanzieren können, teilweise vom Marktwert ihrer Goldbestände ab. Aus all diesen Gründen hatte daher der letztjährige Rückgang des Goldpreises unzweifelhaft einen negativen Effekt auf die internationale Liquiditätsposition einer Anzahl von Ländern.

Bei den Nichtgoldreserven muß jede Einschätzung ihrer letztjährigen Entwicklung zu aktuellen Dollarkursen die Veränderung ihrer Dollarkaufkraft berücksichtigen. So ging der zu laufenden Dollarkursen berechnete Rückgang der gesamten Nichtgoldreserven von 4½% im vergangenen Jahr unter dem gemeinsamen Einfluß der Höherbewertung des Dollars und des Rückgangs der Weltrohstoffpreise mit einem (im vierten Quartal gegen Vorjahr gemessenen) 3prozentigen Rückgang des Dollardurchschnittswerts der Weltexporte einher, während 1980 sowohl der laufende Dollarwert der gesamten Nichtgoldreserven als auch der Dollardurchschnittswert der Weltexporte um 16 bzw. 13% zugenommen hatten.

Der Kontrast zwischen der Entwicklung der Weltwährungsreserven im Jahre 1980 und 1981 war daher in der Realität ein gut Teil geringer, als es nach den laufenden Dollarwerten aussieht. Dennoch kam es im vergangenen Jahr zu einem gewissen Rückgang des Realwerts der Weltwährungsreserven und zusätzlich zu einem weiteren bedeutenden Zuwachs der Auslandsverschuldung vieler Länder, insbesondere der Verschuldung der nichtölfördernden Entwicklungsländer gegenüber dem internationalen Bankensystem. Hier hatte die Höherbewertung des Dollars im vergangenen Jahr zur Folge, daß die zu laufenden Dollarkursen ermittelte Verschuldung die Verschlechterung dieses Aspekts der internationalen Liquiditätslage dieser Länder zu niedrig ausweist. Bei einem sogar rückläufigen Dollardurchschnittswert der Weltexporte bedeuteten Zuwächse der Dollarverschuldung im Ausland, die in früheren Jahren großenteils nominaler Natur waren, im vergangenen Jahr durchwegs reale Erhöhungen.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1979–81

	Gold		Devisen	Reservepositionen im IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar*					
<b>Zehnergruppe und Schweiz</b>							
1979 .....	- 95,1	199,2	- 31,2	- 2,2	3,7	42,1	12,4
1980 .....	- 1,1	47,9	9,6	3,1	- 0,9	20,9	32,7
1981 .....	- 0,6	-140,4	- 11,0	2,3	2,3	- 13,6	- 20,0
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>739,0</i>	<i>295,6</i>	<i>107,6</i>	<i>14,4</i>	<i>12,5</i>	<i>49,4</i>	<i>183,9</i>
<b>Übrige entwickelte Länder</b>							
1979 .....	0,7	28,2	1,1	- 0,2	0,3	0,7	1,9
1980 .....	2,5	7,7	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981 .....	- 2,6	- 19,3	- 2,2	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,2
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>94,1</i>	<i>37,6</i>	<i>34,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>38,4</i>
<b>Entwicklungsländer (ohne Oüausfuhrländer)</b>							
1979 .....	1,8	21,4	8,7	0,4	1,1		10,2
1980 .....	2,9	6,3	- 0,9	1,0	- 0,6		- 0,5
1981 .....	1,0	- 13,5	0,6	- 0,3	0,8		1,1
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>74,4</i>	<i>29,8</i>	<i>70,5</i>	<i>1,9</i>	<i>2,8</i>		<i>75,2</i>
<b>Oüaufuhrländer insgesamt</b>							
1979 .....	- 92,6	248,8	- 21,4	- 2,0	5,1	42,8	24,5
1980 .....	4,3	61,9	12,1	4,7	- 1,6	20,8	36,0
1981 .....	- 2,2	-173,2	- 12,6	1,8	3,5	- 13,8	- 21,1
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>907,5</i>	<i>363,0</i>	<i>212,8</i>	<i>18,0</i>	<i>16,9</i>	<i>49,8</i>	<i>297,5</i>
<b>Oüaufuhrländer</b>							
1979 .....	0,4	11,2	15,5	- 1,8	0,8		14,5
1980 .....	3,4	4,4	19,4	1,3	0,2		20,9
1981 .....	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5		1,8
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>42,2</i>	<i>16,9</i>	<i>89,8</i>	<i>6,8</i>	<i>2,2</i>		<i>98,8</i>
<b>Alle Länder</b>							
1979 .....	- 92,2	260,0	- 5,9	- 3,8	5,9	42,8	39,0
1980 .....	7,7	66,3	31,5	6,0	- 1,4	20,8	56,9
1981 .....	- 0,6	-180,3	- 12,8	3,3	4,0	- 13,8	- 19,3
<i>Stand Ende 1981</i>	<i>949,7</i>	<i>379,9</i>	<i>302,6</i>	<i>24,8</i>	<i>19,1</i>	<i>49,8</i>	<i>396,3</i>

\* Goldreserven bewertet zu Marktpreisen.

Faßt man Reserven und internationale Verschuldung zusammen, kann kein Zweifel bestehen, daß sich die internationale Liquiditätslage im vergangenen Jahr insgesamt verschlechterte. Der bedeutendste Einzelfaktor für diese Entwicklung war das hohe Zinsniveau in den USA. Erstens trug es erheblich zur Stärke der US-Zahlungsbilanz im vergangenen Jahr bei, indem es hohe Kapitalimporte seitens der Nichtbanken auslöste, so daß es trotz anhaltender umfangreicher Auslandskreditvergabe von US-Banken keine größeren Nettoabflüsse von Dollar aus den USA in die übrige Welt gab. Zweitens bildeten die hohen Dollarinssätze einen bedeutenden Faktor für die Festigung des Dollars auf den Devisenmärkten, die zur Folge hatte, daß sich der Dollarwert der nicht in Dollar gehaltenen Devisenreserven verringerte. Drittens wirkten hohe Dollarinssätze, über ihren Effekt auf den Marktpreis von Gold, am Rückgang des Realwerts der Goldreserven und des Gesamtwerts der auf Goldswaps beruhenden ECU-Reserven mit.

Betrachtet man die Aktivazusammensetzung der Reservenveränderungen im letzten Jahr, so zeigt sich, daß sich der Rückgang von \$ 180,3 Mrd. der zu aktuellen Dollarkursen und Marktpreisen bewerteten gesamten Goldreserven, wie nicht anders zu erwarten, hauptsächlich auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz konzentrierte, die eine Abnahme von \$ 140,4 Mrd. verzeichneten. Der Menge nach blieben 1981 die gesamten Goldbestände per saldo praktisch unverändert, nachdem sie 1980 um 7,7 Mio. Unzen zugenommen hatten. Die Goldbestände der ölexportierenden Entwicklungsländer und der ölexportierenden Länder erhöhten sich zusammen um 2,6 Mio. Unzen, während jene der entwickelten Länder um 3,2 Mio. Unzen abgebaut wurden.

Der Rückgang der gesamten Nichtgoldreserven um \$ 19,3 Mrd. 1981 konzentrierte sich auf die Devisen- und ECU-Reserven, die um \$ 12,8 bzw. 13,8 Mrd. abnahmen, während die IWF-Reservepositionen und die SZR-Bestände zum laufenden Dollarwert um insgesamt \$ 3,3 bzw. 4 Mrd. zunahmen.

Bei den Devisenreserven entfiel die Abnahme von insgesamt \$ 12,8 Mrd. im vergangenen Jahr großenteils auf die Zehnergruppenländer, deren in dieser Form gehaltene Reserven um \$ 11 Mrd. sanken. Nach Schätzungen gingen allerdings nahezu vier Fünftel der gesamten Abnahme der Devisenreserven im vorigen Jahr auf den bei Nichtdollardevisenreserven eingetretenen Kursverlust zurück, der auf der Höherbewertung des Dollars beruhte. Insbesondere enthielt die Verminderung der gesamten Devisenreserven der ölexportierenden Länder um \$ 0,2 Mrd. ein Sinken des Dollarwerts ihrer Bestände an Nichtdollarreservewährungen um über \$ 3 Mrd., während der Zuwachs der gesamten Devisenreserven der nichtölexportierenden Entwicklungsländer von \$ 0,6 Mrd. einen Rückgang des Dollarwerts ihrer Nichtdollardevisenreserven von etwa \$ 2½ Mrd. einschloß.

Die Verringerung der ECU-Reserven um \$ 13,8 Mrd. im Jahre 1981 war vornehmlich auf die Reduzierung von durch Goldswaps geschaffenen ECU zurückzuführen. Außerdem verminderten sich die ECU-Bestände einiger EWS-Länder parallel zur Abnahme ihrer Bruttodollarreserven und als Folge von Rückzahlungen von sehr kurzfristigen, auf ECU lautenden Krediten.

Die Erhöhung der IWF-Reservepositionen der Länder um \$ 3,3 Mrd. belief sich, in SZR ausgedrückt, auf SZR 4,5 Mrd. Eine vermehrte Verwendung von Dollar

bei Fondstransaktionen erhöhte die Reserveposition der USA um SZR 2,1 Mrd., während Saudi-Arabiens Fondsreserveposition, einschließlich einer Aufstockung seiner Quote um SZR 1,1 Mrd., um 1,5 Mrd. stieg. Das Wachstum der gesamten Fondsreservepositionen im vergangenen Jahr war im großen und ganzen Ausdruck von Nettoneuziehungen auf den Fonds in Höhe von insgesamt SZR 5 Mrd., das ist fast viermal der Wert von 1980 (SZR 1,3 Mrd.). Die 1981 erhöhte Inanspruchnahme der Fondsressourcen ging auf die im September 1980 beschlossene Politik des Erweiterten Zugangs zurück. Im Rahmen dieser Politik erhöhten sich die neu eingegangenen Kreditzusagen des Fonds noch stärker, als es die Nettoneuziehungen von 1980 auf 1981 taten, nämlich von SZR 7 auf 15,2 Mrd. Die höchsten Kreditneuzusagen im letzten Jahr beliefen sich auf SZR 5 bzw. 1,7 und 1,1 Mrd. und erfolgten gegenüber Indien bzw. Jugoslawien und Rumänien. Die Auszahlung dieser Darlehen hängt seitens der kreditnehmenden Länder von der Erfüllung wirtschaftlicher Auflagen ab. Angesichts der derzeit schwierigen weltwirtschaftlichen Lage dürfte es einigen Ländern schwerfallen, diese Auflagen zu erfüllen, so daß sich die Auszahlung eines Teils dieser Mittel verzögern könnte.

Die Erhöhung der SZR-Bestände der Länder um \$ 4 Mrd. im Verlauf des Jahres 1981 betrug, auf SZR-Basis gerechnet, SZR 4,6 Mrd. Sie ergab sich hauptsächlich aus der dritten und letzten Allgemeinen Zuteilung von SZR 4 Mrd. an Fondsmitglieder gemäß der Entschließung des Gouverneursrats vom Dezember 1978. Außerdem fanden im Laufe des Jahres Nettotransfers vom Allgemeinen Konto des Fonds an Mitgliedsländer in Gesamthöhe von SZR 0,6 Mrd. statt. Im übrigen verzeichnete 1981 die Verwendung von SZR bei Transaktionen zwischen IWF-Mitgliedern eine erhebliche Ausweitung von SZR 1,7 auf 2,7 Mrd.

Differenziert man hinsichtlich der Veränderungen der Nichtgoldreserven im letzten Jahr nach Ländergruppen, so zeigt sich, daß die ausgewiesenen Reserven der ölexportierenden Länder einen Zuwachs von \$ 1,8 Mrd. aufwiesen, während die Nichtgoldreserven der übrigen Länder um \$ 21,1 Mrd. schrumpften.

Die sehr geringe Zunahme der ausgewiesenen Nichtgoldreserven der Öl-exportländer im Jahre 1981 stand größtmäßig in keinem Verhältnis zum gesamten auf etwa \$ 60 Mrd. geschätzten Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder. Die Entwicklung ihrer ausgewiesenen Währungsreserven im Jahresverlauf – ein Zuwachs von \$ 7,2 Mrd. im ersten Halbjahr und ein Rückgang von \$ 5,4 Mrd. im zweiten – spiegelte allerdings, wie unvollständig auch immer, das allmähliche Schwinden ihres Leistungsbilanzüberschusses wider. Außerdem ging die Schrumpfung des OPEC-Leistungsbilanzüberschusses mit großen Unterschieden in der Reserveentwicklung einzelner Ölausfuhrländer einher. Saudi-Arabiens ausgewiesene Reserven stiegen um \$ 8,8 Mrd. sowie jene Venezuelas und der Vereinigten Arabischen Emirate um \$ 1,6 bzw. 1,2 Mrd. Andererseits griffen zwei Länder dieser Gruppe letztes Jahr kräftig auf ihre Reserven zurück: Nigeria, dessen Auslandsaktiva von \$ 10,2 auf 3,9 Mrd. abnahmen, und Libyen, wo sie von \$ 13,1 auf 9 Mrd. sanken.

Der Rückgang der Nichtgoldreserven der übrigen Länder konzentrierte sich im letzten Jahr auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz, in denen sie um \$ 20 Mrd. abnahmen. Die zusammengefaßten Reserven der europäischen Mitglieder der Zehnergruppe schmolzen im Umfang von \$ 27,4 Mrd. oder etwa 17%. Nahezu

die Hälfte dieses Verlusts war das Ergebnis eines Rückgangs der ECU-Bestände dieser Länder um \$ 13,6 Mrd., wovon der größte Teil auf den Rückgang des Marktwerts jenes Teils ihrer Goldreserven zurückzuführen war, der für Goldswaps gegen ECU verwendet wird. Zusätzlich verminderten sich allerdings die Devisenreserven der europäischen Zehnergruppenländer im letzten Jahr um \$ 14,7 Mrd. Dieser Abgang entfiel vornehmlich auf drei Länder: Großbritannien (-\$ 4,6 Mrd.), Deutschland (-\$ 3,6 Mrd.) und Frankreich (-\$ 3,1 Mrd.). Der Reserveverlust Großbritanniens stellte hauptsächlich Rückzahlungen von Auslandsschulden des öffentlichen Sektors einschließlich des 1974 von der britischen Regierung aufgenommenen Eurodollarkredits von \$ 2,5 Mrd. dar. Die deutschen und französischen Devisenverluste waren dagegen durch Devisenmarktinterventionen bedingt. Im zweiten und dritten Quartal des Jahres stützten diese Länder ihre Währungen auf dem Devisenmarkt mit umfangreichen Dollarabgaben, von denen sie im späteren Jahresverlauf wieder einen Teil zurückkaufen konnten, als der Dollar gegenüber den europäischen Währungen nachgab.

Von den übrigen Zehnergruppenländern verzeichneten Japan und die USA bedeutsame Reservenzuwächse. Japans Nichtgoldreserven stiegen im letzten Jahr um \$ 3,6 Mrd., wovon über \$ 3 Mrd. den Devisenreserven hinzugefügt wurden. Japans Gewinne stammten teils aus den offiziellen Interventionen ganz zu Jahresanfang, als sich der Yen auf dem Devisenmarkt aufwertete, und teils aus den Zinserträgen des vorhandenen Devisenreservenbestands.

Die Nichtgoldreserven der USA stiegen 1981 um \$ 3,3 Mrd. Dies erklärt sich mehr als zur Gänze aus einer Erhöhung der Forderungen gegenüber dem Internationalen Währungsfonds, einschließlich SZR, von \$ 3,7 Mrd. Die Devisenreserven der USA verzeichneten dagegen, obwohl der Dollar von den wichtigen Währungen die bei weitem stärkste gewesen war, einen geringen Abgang von \$ 0,4 Mrd. Während des Jahres waren \$ 2,4 Mrd. von auf D-Mark und Schweizer Franken lautenden US-Schatzanweisungen zumeist aus den Erlösen Anfang des Jahres getätigter offizieller Marktkäufe dieser Währungen getilgt worden.

Die geringe Abnahme der offiziellen Nichtgoldreserven der „übrigen entwickelten Länder“ um \$ 2,2 Mrd. war über eine große Anzahl von Ländern gestreut. Etwas anders stellte sich die Lage für die Gruppe der nichtölfördernden Entwicklungsländer dar. Insgesamt zeigten ihre Nichtgoldreserven wie schon 1980 nur eine geringe Veränderung. Es gab indessen ziemlich große und gegensätzliche Entwicklungen der Reserven einzelner Staaten in dieser Gruppe. Zwei Länder – Taiwan und China – verzeichneten beachtliche Reservengewinne von \$ 4,5 bzw. 2,5 Mrd.; andererseits verloren Argentinien und Indien \$ 3,5 bzw. 1,9 Mrd. Einen mäßigen Zuwachs von \$ 0,8 Mrd. verbuchte Brasilien, dessen Reserven im Verlauf der vorangegangenen zwei Jahre – von \$ 11,8 auf 5,8 Mrd. – geschrumpft waren. Für Mexiko sind keine aktuellen Reservedaten verfügbar. Der Gesamttrend der Reserven der nichtölfördernden Entwicklungsländer verbesserte sich im Verlauf von 1981 von einem Rückgang um \$ 4,1 Mrd. im ersten Quartal in einen Zuwachs von \$ 5,8 Mrd. im vierten Quartal.

Im ersten Quartal 1982 verstärkte sich angesichts geringer Anzeichen eines Nachgebens der US-Zinsen und eines folglich sehr festen Dollars tendenziell die in-

ternationale Liquiditätsanspannung weiter. Die Devisenreserven der Zehnergruppenländer (ohne USA) nahmen um rund \$ 10 Mrd. ab, wobei freilich diese Zahl das reale Ausmaß des Rückgangs aufgrund von Wechselkurseffekten und der Rückabwicklung von Jahresendtransaktionen mit Geschäftsbanken überzeichnet. Gleichzeitig hatte der weiter nachgebende Goldpreis zur Folge, daß der zu Marktpreisen gerechnete Wert der westlichen offiziellen Goldreserven um zusätzliche \$ 76 Mrd. zurückging. Die von den USA gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden nahmen um \$ 3,3 Mrd. ab, was den Schluß nahelegt, daß den Devisenreservenverlusten der Länder der Zehnergruppe teilweise Reservenzugänge anderer Länder gegenüberstanden.

Ein hervorstechendes Merkmal der Reservenentwicklungen im vergangenen Jahr war die beachtliche Zunahme des Anteils der in den USA gehaltenen und statistisch erfaßten Devisenreserven an den gesamten Devisenreserven – zu Lasten der Reserven, die auf dem internationalen Bankenmarkt und insbesondere bei Eurobanken gehalten werden. Ende 1980 waren 47,5% der gesamten Devisenreserven, die in der nachfolgenden Tabelle ausgewiesen sind, in den USA angelegt und 40,6% bei

Struktur der Anlage von Devisenreserven 1977–81

	Ende 1977	Ende 1978	Ende 1979	Ende 1980	Ende 1981
Stand, Milliarden US-Dollar					
1. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern <sup>1</sup> , Kanada und Japan:					
a) Auf den nationalen Märkten	7,6	9,3	8,8	17,6	16,3
Deutsche Mark	2,2	3,1	3,4	4,8	3,3
Schweizer Franken	1,3	0,6	0,6	1,6	2,7
Yen	0,9	2,7	0,9	4,6	5,4
Pfund Sterling	1,6	1,2	1,9	3,0	2,2
Sonstige Währungen	1,6	1,7	2,0	3,6	2,7
b) Auf den Euromärkten	71,0	80,1	115,0	122,4	104,5
Dollar	53,0	52,8	73,3	79,4	70,5
Deutsche Mark	12,0	16,8	24,1	24,5	19,1
Schweizer Franken	3,2	4,6	6,0	8,0	6,9
Yen	0,9	2,2	4,2	2,2	2,2
Pfund Sterling	0,3	0,7	1,5	2,2	1,1
Sonstige Währungen	1,6	3,0	5,9	6,1	4,7
2. Einlagen bei bestimmten Offshore-Niederlassungen von US-Banken <sup>2</sup>	4,4	5,7	6,4	5,6	5,0
Gesamtbetrag 1 + 2	83,0	95,1	130,2	145,6	125,8
davon: Dollar	57,2	58,2	79,0	84,4	75,0
Nichtdollarwährungen	25,8	36,9	51,2	61,2	50,8
3. In den USA gehaltene und statistisch erfaßte Devisenreserven (= gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen)	126,0	157,0	143,3	157,1	161,1

Anmerkung: Einschließlich wechselkursbedingter Veränderungen des Dollarwerts der in Währungen (ohne Dollar) gehaltenen Reserven.

<sup>1</sup> Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Schweden und Schweiz. <sup>2</sup> Auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur.



den Banken in jenen Sektoren des Euromarktes (einschließlich bestimmter Off-shore-Niederlassungen von US-Banken), für die die Tabelle Zahlen enthält. Diese offiziellen auf dem Eurogeldmarkt gehaltenen Einlagen nahmen im Verlauf des Jahres 1981 um \$ 18,5 auf 109,5 Mrd. ab, womit sich der während der drei vorangegangenen Jahre beobachtete Trend umkehrte. Gleichzeitig erhöhten sich die in den USA gehaltenen Reserven, gemessen an den gemeldeten Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen, um weitere \$ 4 auf 161,1 Mrd. Somit stieg der erfaßte Anteil an den gesamten Devisenreserven, der in den USA gehalten wird, auf 51%, während der Anteil der auf dem Euromarkt gehaltenen Reserven auf 36,2% abnahm.

Ein Teil dieser Verschiebung war mehr Schein als Wirklichkeit. Über 50% des Rückgangs der offiziellen Euromarkteinlagen in Nichtdollarwährungen um \$ 9 Mrd. zu aktuellen Dollarkursen dürften sich auf die Höherbewertung des Dollars gegenüber den anderen internationalen Währungen im letzten Jahr zurückführen lassen. Dennoch bleibt nach Ausklammerung dieser Bewertungskomponente für das vergangene Jahr ein realer Rückgang der offiziellen Euroeinlagen in Nichtdollarwährungen. Noch entscheidender ist, daß die am Euromarkt in Dollar gehaltenen offiziellen Einlagen im Verlauf des Jahres 1981 um \$ 9,4 Mrd. abnahmen, und zwar von \$ 84,4 auf 75 Mrd.

Die Verschiebung in der relativen Bedeutung des US-Marktes und des Euro-marktes als Reservezentren ist noch ausgeprägter, wenn die Devisenreserven der Zehnergruppenländer (ohne jene der USA), die großenteils auf dem US-Markt angelegt sind, aus der Berechnung herausgenommen werden. Ohne die USA verminderten sich die gesamten Devisenreserven der Zehnergruppenländer im Verlauf von 1981 um \$ 10,6 Mrd.; unter der Annahme, daß ein sehr großer Teil dieses Rückgangs auf die in den USA gehaltenen Dollarreserven entfiel, könnte der Zuwachs der Reservenbestände der nicht zur Zehnergruppe gehörenden Länder in den USA im Verlauf des Jahres 1981, gemessen an den gemeldeten Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen, eine Größenordnung von \$ 12–14 Mrd. erreicht haben – ein Betrag, der mit der in der vorstehenden Tabelle wiedergegebenen Abnahme der gesamten offiziellen Einlagen auf dem Euromarkt vergleichbar ist, ohne den Teil, der auf der Veränderung des Dollarwerts der offiziellen Eurowährungseinlagen (ohne Dollar) beruht.

Welche Faktoren haben diese Verschiebung in der relativen Bedeutung des US-Marktes und des Eurogeldmarktes als Reservezentren für die nicht zur Zehnergruppe zählenden Länder bestimmt? Erstens dürfte die regionale Verteilung der Reservengewinne und -verluste eine Rolle gespielt haben. Wahrscheinlich haben jene ölexportierenden Länder, die 1981 ihre Reserven abbauten, dies großenteils durch eine Verringerung ihrer Anlagen auf dem Euromarkt getan, während Saudi-Arabien, das einen erheblichen Anteil des zusammengefaßten OPEC-Leistungsbilanzüberschusses vom vergangenen Jahr auf sich vereinigte, einen bedeutenden Teil seines Überschusses auf dem US-Markt investiert haben dürfte. Zweitens könnten die sehr hohen Zinsen für langlaufende Wertpapiere in den USA im Verein mit der Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten einige Zentralbanken veranlaßt haben, eine Reservenanlagestrategie weg vom Dollar- und Nichtdollarsektor des Euro-marktes und hin zum US-Kapitalmarkt zu verfolgen. Eine solche Umschichtung

würde es den Zentralbanken ermöglicht haben, über einen längeren Zeitraum als bei einer Anlage in Termingelder hohe Erträge aus den Dollarreserven sowie Kapitalgewinne zu erzielen, sobald die Kapitalmarktsätze in den USA zurückgingen. Drittens dürften sich einige Zentralbanken im letzten Jahr eines erhöhten Risikos der Haltung ihrer Devisenreserven beim internationalen Bankensystem bewußt geworden sein. Einen ersten Hinweis hierfür liefert nicht nur der Rückgang der offiziellen Euroeinlagen, sondern auch die Tatsache, daß selbst in den USA die ausländischen offiziellen Bankeinlagen 1981 um etwa \$ 1 Mrd. leicht abnahmen, während die offiziellen Bestände an US-Schatzpapieren und an sonstigen Wertpapieren um nahezu \$ 13 Mrd. zunahmen.

Schließlich wäre anzumerken, daß diese relative Verlagerung der Devisenreserven in die USA eine gewisse Auswirkung auf die Gesamtliquidität der übrigen Länder hatte. Obwohl die US- und die Euromärkte eng miteinander verflochten sind, ist die Arbitrage zwischen den beiden nicht vollständig, so daß Verschiebungen der offiziellen Währungsreserven zwischen den beiden Märkten durch Bewegungen privater Gelder in die Gegenrichtung nicht völlig kompensiert werden. Da die letztjährige Mittelverlagerung zum US-Markt nach Jahren einer Reservenumschichtung vom US-Markt in den Eurogeldmarkt stattgefunden hat, wird sie eher die anderen Faktoren verstärkt haben, die zu einer Verknappung der internationalen Liquidität in den übrigen Ländern beitrugen.

## VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Währungsgebiet gespielt. Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Euromarkts befaßten sowie den Gedanken- und Informationsaustausch über eine Reihe von anderen Fragen wirtschaftlicher, monetärer, technischer und juristischer Art pflegten, die für die Zentralbanken von Interesse sind. In Wahrnehmung des dem Ständigen Ausschuß für Euromarktangelegenheiten im April 1980 von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe erteilten Mandats zur systematischen Überprüfung der Entwicklung der internationalen Bankgeschäfte hielt der Ausschuß weiterhin vierteljährliche Sitzungen ab, in denen er diese Entwicklungen prüfte und deren Bedeutung für die Weltwirtschaft, die Volkswirtschaften der einzelnen Länder und für die Solidität des gesamten internationalen Bankensystems abschätzte.

Weiterhin war die Bank an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch als Beobachter an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllt sie nach wie vor den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe vom August 1964, die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Überschüsse und Defizite dieser Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) entsprechend zu informieren. Außerdem betreut sie seit Jahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik. Auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD wirkt sie mit; insbesondere stellt sie das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe im Dezember 1974 eingesetzt haben.

Nach wie vor stellt die Bank das Sekretariat für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und für den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit – EWG-Organ, die im Mai 1964 bzw. im April 1973 geschaffen wurden – sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen. Von den letzteren sind insbesondere zu nennen: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbank-

präsidenten, der systematisch die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen betreffend die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 variierte die Zusammensetzung dieser Gruppe je nach Gegenstand der Diskussion, sie war beispielsweise auf Vertreter der EG-Länder beschränkt, wenn Fragen des Europäischen Währungssystems behandelt wurden, und wurde zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern, so aus Kanada, den USA, Japan, Norwegen, Schweden und der Schweiz erweitert); eine Gruppe, die beauftragt ist, die von den Mitgliedsländern verfolgte Geldpolitik und ihre Koordinierung auf Gemeinschaftsebene periodisch zu untersuchen und auch Ad-hoc-Studien zu besonderen Problemen auszuarbeiten – wie zum Beispiel im Jahre 1981 zur Politik der Auslandsverschuldung der EG-Länder und zur Finanzierung der Haushaltsdefizite der öffentlichen Hand durch die EG-Zentralbanken; und schließlich eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG als auch dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1981/82 zahlreiche Sitzungen abgehalten, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Notenbankgouverneure dienten. Auf der Grundlage ihrer Arbeiten sind der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten selbst und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit jeweils im Rahmen ihrer Zuständigkeiten und Funktionen, die zueinander in enger Beziehung stehen und sich ergänzen, in der Lage, diverse Entscheidungen bezüglich der Währungsvereinbarungen zwischen den Zentralbanken zu treffen und regelmäßig oder auf Ad-hoc-Basis zumeist für die Finanzminister der EG-Länder oder für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften Berichte und Stellungnahmen auszuarbeiten.

Im Geschäftsjahr 1981/82 galt ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – der Verwaltung des am 13. März 1979 in Kraft getretenen Europäischen Währungssystems (EWS). Zu den zentralen Aufgaben gehörten:

- die Überwachung der ordnungsgemäßen Anwendung des Regelwerkes des Systems;
- die Verbesserung der Koordinierung der Wechselkurs- und Geldpolitik der EG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS.

Der Ausschuß arbeitete auch weiterhin an einer möglichen Weiterentwicklung des EWS. Da die politischen und wirtschaftlichen Bedingungen für den Übergang zu der in der Entschließung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 in Aussicht genommenen endgültigen, institutionalisierten Phase nicht günstig waren, dienten diese Arbeiten hauptsächlich dem Ziel, die Wirkungsweise des EWS seit seiner Errichtung zu beurteilen sowie im Lichte einer dreijährigen Erfahrung mögliche technische Anpassungen des Systemmechanismus zu untersuchen. In Anbetracht der Rückwirkungen, die Wechselkurs- und Zinsentwicklungen außerhalb der EG auf die Mitgliedstaaten haben, prüfte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten

schließlich die Möglichkeiten einer besseren Koordinierung der währungspolitischen Maßnahmen, die auf diesem Gebiet von den Gemeinschaftsländern und bestimmten, nicht der Gemeinschaft angehörenden Ländern verfolgt werden.

Die Bank erfüllte auch nach wie vor Sekretariatsfunktionen für den Ausschuß der EDV-Fachleute aus den Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz. Während des Geschäftsjahrs 1981/82 pflegten die Experten des Ausschusses einen Informationsaustausch über bereits in Anwendung oder noch in der Entwicklung befindliche Datenübermittlungssysteme. Erörtert wurde ferner die Arbeit verschiedener Gremien, insbesondere der International Organization for Standardization (ISO), die den Verbund dieser Systeme erleichtern soll. Die Experten begannen auch eine zweite Revision des Buches über „Security and reliability in electronic systems for payments“, um vor allem die Sonderprobleme zu berücksichtigen, die durch die steigende Zahl der Klein- und Kleinstcomputer und deren zunehmende Verwendung durch die Allgemeinheit entstehen. Daneben laufen Untersuchungen über die Auswirkungen, die sich aus dem kombinierten Einsatz von EDV- und Telekommunikationseinrichtungen für die interne Organisation der Zentralbanken ergeben könnten.

Seit dem Sommer 1981 stellt die Bank das Sekretariat für einen neuen Ausschuß von Zahlungsverkehrsexperten der Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz. Der Ausschuß trifft sich seit Oktober 1981 jedes Vierteljahr. Er untersucht die gegenwärtigen und voraussichtlichen Veränderungen bei den inländischen und internationalen Zahlungssystemen, die sich aus der Anwendung neuer Technologien ergeben, und erörtert die möglichen Konsequenzen dieser Änderungen für die Struktur der Bankensysteme und die Zentralbanken selbst. Insbesondere untersucht der Ausschuß, ob die Anwendung neuer Technologien für die Zahlungsabwicklung einen Einfluß auf die Durchführung der Geldpolitik haben könnte.

Die Datenbank der BIZ sollte von ihrer Konzeption her den Bedürfnissen der Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz sowie der BIZ selbst entsprechen. Unter der Leitung der Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen, für die die BIZ Sekretariatsaufgaben erfüllt, wurden erneut Fortschritte bei der Weiterentwicklung der Meldeverfahren und dem Ausbau technischer Einrichtungen für die Benutzung der zentralen Anlage erzielt. Während des Jahres wurden die Vorbereitungen für einen erweiterten Austausch makroökonomischer Zeitreihen zwischen den Zentralbanken und der BIZ fortgeführt. Bei der elektronischen Erfassung, Aufbereitung und Verteilung statistischer Euromarktdaten wurden ebenfalls Fortschritte erreicht.

Nach der erfolgreich abgeschlossenen Anlaufphase für Datenbankoperationen auf dem eigenen Computer der Bank wurden technische Verbesserungen vorgenommen, um die Basis für eine stetige Weiterentwicklung hin zu einem vollausgebauten Datenverarbeitungssystem zu schaffen. Darüber hinaus wurden Telekommunikationsverbindungen zwischen den meisten Notenbanken und der zentralen Datenbank der BIZ eingerichtet. Damit sind die Voraussetzungen für einen raschen Informationsaustausch zwischen den Teilnehmern geschaffen, was eines der Hauptziele des Projekts ist.

## 2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1982 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

\* \* \*

Die Bilanzsumme per 31. März 1982	
betrug	Fr. 19 056 758 395
gegenüber einer Vorjahressumme von	Fr. 19 726 245 562
Dies bedeutet einen Rückgang um	Fr. 669 487 167

Nach den beträchtlichen Veränderungen der Bilanzsumme am Ende der zwei vorangegangenen Geschäftsjahre nahm sich die Nettoveränderung im vergangenen Jahr vergleichsweise bescheiden aus. Ohne den Rückgang des Goldfrankenwerts der Währungen (ohne US-Dollar) wäre die Veränderung noch geringer ausgefallen.

In der Tat unterschieden sich die Wechselkurse dieser Währungen am Beginn und am Ende des Geschäftsjahres deutlich, wobei der Schweizer Franken, dessen Wechselkurs praktisch unverändert war, eine Ausnahme bildete. Im Jahresverlauf hingegen schwankte der Goldfrankenwert des Schweizer Frankens im Einklang mit den übrigen Währungen stark.

Die Summe des Monatsausweises erreichte während des Geschäftsjahres ihren niedrigsten Stand (Fr. 18 440 Mio.) Ende August 1981 und ihren höchsten Stand (Fr. 20 214 Mio.) Ende Dezember 1981, womit die Schwankungsbreite sehr viel enger war als im Geschäftsjahr 1980/81.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten drei Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
1980	24 409	+ 5 308	+ 28
1981	19 726	- 4 683	- 19
1982	19 057	- 669	- 3

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;

\* „Franken“ (abgekürzt Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben ist, stets Goldfranken. Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58 ... Gramm Feingold — Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49 ...) umgerechnet; alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

- die Werte, die die Bank aufgrund ihrer Funktionen (als Pfandhalter oder Treuhänder) in Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwahrt oder verwaltet;
- Buchungsvorgänge, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit in Zusammenhang mit der Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen sowie dem Europäischen Währungssystem ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold; dieser Posten belief sich am 31. März 1982 auf Fr. 1 290 Mio. gegenüber 1 190 Mio. am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres (Zunahme: Fr. 100 Mio.).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

**BIZ: Struktur der Passiva in den letzten drei Geschäftsjahren**

(Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Franken			
1980	887	23 239	283	24 409
1981	937	18 539	250	19 726
1982	987	17 778	292	19 057

**A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva**

a) Eingezahltes Kapital Fr. 295 703 125

Das genehmigte Kapital ist mit Fr. 1 500 Mio. unverändert geblieben; ebenso das begebene Kapital, das aus 473 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) Reserven

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind in der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht als Abschnitt I aufgeführt.

1. *Gesetzlicher Reservefonds* Fr. 30 070 313

Dieser Fonds hat bereits 1971 die in Artikel 51(1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des damals eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 20 Mio. aus dem Reingewinn von 1981/82 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 437 152 793  
verglichen mit vorher Fr. 417,2 Mio.

### 3. Besonderer Dividenden-Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 2 Mio. aus dem Reingewinn von 1981/82 Fr. 21 530 055  
 verglichen mit vorher Fr. 19,5 Mio.

### 4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 28 Mio. aus dem Reingewinn von 1981/82 Fr. 202 730 236  
 verglichen mit vorher Fr. 174,7 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1981/82 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 691 483 397  
 verglichen mit vorher Fr. 641,5 Mio. (Erhöhung: Fr. 50 Mio. oder 7,8% gegenüber ebenfalls Fr. 50 Mio. im vorangegangenen Geschäftsjahr).

c) Verschiedenes Fr. 274 639 044  
 verglichen mit vorher Fr. 232,8 Mio. (Zunahme: Fr. 41,8 Mio).

d) Gewinn- und Verlustrechnung Fr. 66 938 821  
 (vor Gewinnverwendung)

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1981/82.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind in Teil 3 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 16 938 821 (Vorjahr: Fr. 17 004 609) für die am 1. Juli 1982 zu zahlende Dividende von sfr 135 je Aktie vor. Die Dividende je Aktie in Schweizer Franken ist ebenso hoch wie die im vorangegangenen Geschäftsjahr.

## B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach *Herkunft, Laufzeit* und *Sachkategorien* gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1981	1982	
	Millionen Franken		
Einlagen von Zentralbanken .....	18 431	17 396	- 1 035
Einlagen von anderen Einlegern .....	108	382	+ 274
Zusammen .....	18 539	17 778	- 761

Die Einlagen von Zentralbanken gingen wie im vorangegangenen Geschäftsjahr zurück, aber weniger stark (um 5,6% gegenüber zuvor 18%). Die Veränderung beruhte hauptsächlich auf dem Abgang von Einlagen in Deutscher Mark, der nur teilweise durch einen Zugang von auf US-Dollar und Schweizer Franken lautenden Einlagen kompensiert wurde. Wie bereits erwähnt, wurde die Abnahme des Mittelaufkommens in Nichtdollarwährungen durch den Rückgang des Goldfrankenwertes



dieser Währungen und insbesondere durch den Wertrückgang der DM-Einlagen überzeichnet. Die Goldeinlagen blieben sehr stabil.

Die Einlagen „von anderen Einlegern“ nahmen vor allem prozentual zu. In dieser Veränderung spiegelt sich ein Anstieg der an das Sonderziehungsrecht (SZR) indexierten Einlagen in US-Dollar. Der Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln verringerte sich etwas von 99,4 auf 97,9%.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1981	1982		1981	1982		1981	1982	
Millionen Franken									
Auf Sicht .....	4647	4662	+ 15	276	362	+ 86	4923	5024	+ 101
Bis zu 3 Monaten	30	29	- 1	11671	11122	- 549	11701	11151	- 550
Mehr als 3 Monate	4	-	- 4	1911	1603	- 308	1915	1603	- 312
Zusammen ..	4681	4691	+ 10	13858	13087	- 771	18539	17778	- 761

Gemessen an den gesamten Fremdmitteln ging der Anteil der Währungseinlagen von 74,8 auf 73,6% zurück, während jener der Goldeinlagen von 25,2 auf 26,4% stieg.

Bei den Laufzeiten erhöhte sich der Anteil der Sichteinlagen an den gesamten Fremdmitteln von 26,6 auf 28,3%, während jener der Termineinlagen von 73,4 auf 71,7% sank.

a) Goldeinlagen Fr. 4 691 028 405

verglichen mit vorher Fr. 4 681 Mio. Der geringe Anstieg war das Ergebnis einer leichten Zunahme der Sichteinlagen, die durch eine geringfügige Abnahme der Termineinlagen teilweise kompensiert wurde.

b) Währungseinlagen Fr. 13 086 965 603

verglichen mit vorher Fr. 13 858 Mio. Der Rückgang um Fr. 771 Mio. oder 5,6% (verglichen mit einer Abnahme um 26,1% im Geschäftsjahr 1980/81) stellt die Differenz zwischen dem Anstieg der Sichtguthaben und der gesamten Abnahme der Termineinlagen dar. Der prozentuale Rückgang der Termineinlagen von mehr als drei Monaten war stärker (-16,1%) als jener der Einlagen mit kürzeren Laufzeiten (-4,7%).

#### AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach *Sachkategorien* zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung			
	1981	1982				
Millionen Franken						
Kassenmittel						
Gold .....	5 437		5 479	+ 42		
Währungen .....	16	5 453	11	5 490	- 5	+ 37
Schatzwechsel (Währungen) ..		226		417		+ 191
Terminguthaben und Kredite						
Gold .....	41		58		+ 17	
Währungen .....	12 776	12 817	11 561	11 619	- 1 215	- 1 198
Sonstige Wertpapiere (Währungen) .....		1 086		1 471		+ 385
Zusammen						
Gold .....	5 478		5 537		+ 59	
Währungen .....	14 104	19 582	13 460	18 997	- 644	- 585

a) Gold Fr. 5 478 526 941

verglichen mit vorher Fr. 5 437 Mio. Der Zunahme von Fr. 42 Mio. (0,8%) steht ein Anstieg von Fr. 124 Mio. (2,3%) im vorangegangenen Geschäftsjahr gegenüber. Sie beruhte einerseits auf Bewegungen auf den Sichtkonten der Zentralbanken – Nettogoldeinlagen – und der Rückzahlung einer Termineinlage sowie andererseits auf Goldzugängen von Zentralbanken anlässlich neu gegen verschiedene Währungen abgeschlossener Swapgeschäfte (Gold per Kasse gekauft). Daneben wurde eine Reihe von Anlagen am Markt getätigt (s. unten Abschnitt d).

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 10 808 523  
verglichen mit vorher Fr. 16 Mio.

c) Schatzwechsel Fr. 417 483 063  
verglichen mit vorher Fr. 226 Mio; der Zuwachs von Fr. 191 Mio. (84,5%) ist auf Wertpapiergeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung zurückzuführen, die die Bank mit einer Zentralbank abgeschlossen hat.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 11 619 385 995  
verglichen mit vorher Fr. 12 817 Mio.; die Abnahme um Fr. 1 198 Mio. (9,3%) beruht hauptsächlich auf stark verringerten Anlagen in Deutscher Mark. Die Mittelabzüge in dieser Währung wurden teilweise durch neue Anlagengeschäfte insbesondere in Schweizer Franken und in verschiedenen anderen Währungen kompensiert.

Neue an das SZR indexierte Transaktionen in US-Dollar führten zu einigen Veränderungen in der Währungszusammensetzung der Aktiva und Passiva der Bank; die Bank sicherte sich ab, indem sie einen Teil der US-Dollar-Bestände per Kasse gegen die anderen Währungen des SZR-„Korbs“ verkaufte und gleichzeitig die erworbenen Währungen anlegte.

Das Gesamtvolumen der den Zentralbanken eingeräumten Fazilitäten erhöhte sich im Berichtszeitraum; die in der Form von Swaps (Kassaverkauf verschiedener

Währungen gegen Gold) abgeschlossenen Geschäfte nahmen hingegen ab. Wie bereits erwähnt, wurden neue Goldanlagen am Markt getätigt.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 1 470 968 509  
 verglichen mit vorher Fr. 1 086 Mio. (Zuwachs: Fr. 385 Mio.).

Diese Veränderung beruhte hauptsächlich auf einer beträchtlichen Zunahme der Bestände von durch Banken in den USA begebenen Einlagenzertifikaten und der Erhöhung des Portefeuilles von öffentlichen Wertpapieren.

In der folgenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“

Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1981	1982	
Millionen Franken			
Bis zu 3 Monaten .....	9914	8988	- 926
Mehr als 3 Monate .....	3989	4102	+ 113
Zusammen .....	13903	13090	- 813

Die Anlagen bis zu drei Monaten gingen zurück, was das Ergebnis geringerer Anlagen in Währungen und teilweise ausgleichender Käufe von Wertpapieren war.

Demgegenüber nahmen die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten zu, da der Betrag neuerworbener Wertpapiere den der fällig werdenden Anlagen überstieg.

Im Ergebnis verlängerte sich die Restlaufzeit der Anlagen etwas.

Die Aktiva bis zu drei Monaten vereinigten 68,7% und die mit mehr als drei Monaten Laufzeit 31,3% der gesamten Anlagen auf sich, verglichen mit 71,3 bzw. 28,7% im vorangegangenen Geschäftsjahr.

f) Verschiedenes Fr. 59 585 363  
 verglichen mit vorher Fr. 144 Mio., eine Abnahme um fast Fr. 84 Mio., die buchungstechnische Gründe hat.

#### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von Fr. 183 551 737  
 verglichen mit einem zuvor ebenfalls negativen Saldo von Fr. 135 Mio.

Die Differenz von Fr. 49 Mio. beruhte vornehmlich auf der Erhöhung des Goldanteils im Rahmen der mit Zentralbanken abgeschlossenen Swapgeschäfte in (per Termin wiederverkauftem) Gold, auf die schon beim Passivposten „Verschiedenes“ hingewiesen wurde.

\* \* \*

Der geringfügige Rückgang der Bilanzsumme hatte keinerlei Auswirkung auf die nach wie vor umfangreiche Geschäftstätigkeit der Bank.

### 3. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1982 abgelaufene 52. Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 67 796 486 (im Vorjahr: Fr. 68 061 940). Höhere Erträge aus den eigenen Mitteln der Bank in Währungen wurden durch geringere Nettoerträge aus den Fremdmitteln, deren durchschnittliches Volumen deutlich unter dem von 1980/81 lag, leicht überkompensiert.

Der Geschäftsertrag wird abzüglich der Fr. 15 751 675 betragenden Verwaltungskosten ausgewiesen, die im Jahr davor Fr. 17 050 122 betragen hatten; die Abnahme beruht auf dem rückläufigen Goldfrankenwert des Schweizer Frankens im Jahresverlauf – die Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank getätigt werden; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich denn auch die gesamten Verwaltungskosten geringfügig.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 857 665 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von Fr. 66 938 821 gegenüber Fr. 67 004 609 im Vorjahr. Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 66 938 821 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 16 938 821 zur Zahlung der Dividende von sfr 135 je Aktie;
2. Fr. 20 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 2 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
4. Fr. 28 000 000 – den Rest des verfügbaren Reingewinns – zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1982 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1982 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank während des Geschäftsjahres befinden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen und auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1982 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

#### 4. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In der folgenden Tabelle sind die zum 1. April 1982 ausstehenden Beträge der von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgegebenen gesicherten Anleihen zusammengestellt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl  
Ausstehende Beträge

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger	Anleihebetrag		Zinssatz %	Endfälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1982 noch nicht getilgt		
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	12 000 000	3½	1982
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	1 200 000	3½	1982
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	7 648 011	5¾	1982
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	28 105 456	5¼	1986

Im Geschäftsjahr 1981/82 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 60 000 für Zinsen und von rund Fr. 900 000 für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 600 000 vermindert.

Was die Treuhänderfunktionen der Bank in bezug auf die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegebenen neuen Schuldverschreibungen der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) angeht, wird auf Kapitel VIII des Jahresberichts 1980 der Bank verwiesen.

#### 5. Die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit

Seit 1. Juni 1973 ist die Bank Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Diese Institution wurde am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für Zwecke der Verwaltung des im April 1972 in Kraft gesetzten gemeinschaftlichen Wechselkursverbands

(„Schlange“) und der bereits bestehenden oder in Zusammenhang mit der „Schlange“ eingerichteten gegenseitigen Kreditfazilitäten errichtet. Der Aufgabenkreis erweiterte sich im März und April 1976 mit dem Abschluß der ersten Anleihetransaktion der Gemeinschaft, mit deren Abwicklung der Fonds betraut wurde, und insbesondere mit der Einführung des die „Währungsschlange“ am 13. März 1979 ersetzenden Europäischen Währungssystems (EWS).

Als Agent des Fonds hat die Bank im wesentlichen zweierlei Aufgaben: einmal Aufgaben in Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des Europäischen Währungssystems; zum anderen besorgt sie die finanzielle Abwicklung der für Zwecke der Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder aufgenommenen Gemeinschaftsanleihen.

1. Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank insbesondere folgende Funktionen:

- a) Sie verbucht auf den Konten des Fonds in Europäischen Währungseinheiten (ECU)
  - die dem Agenten mitgeteilten Verbindlichkeiten und Forderungen der am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden EG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern;
  - die sofortige oder periodische Abrechnung dieser sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen.
- b) In Zusammenhang mit der Schaffung, Verwendung und Verzinsung von ECU hat die Bank
  - im Namen und für Rechnung des Fonds Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank (mit Ausnahme der von Griechenland) abzuschließen, wobei den betreffenden Notenbanken ECU im Austausch gegen 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttoreserven in US-Dollar überlassen werden. Diese Swapgeschäfte werden alle drei Monate erneuert, wobei die notwendigen Anpassungen erfolgen, einmal um sicherzustellen, daß die Einzahlung einer jeden Zentralbank beim Fonds mindestens 20% ihrer jeweiligen am Ende des Monats vor dem Verlängerungstichtag vorhandenen Bruttoreserven in Gold und Dollar entspricht, und zweitens, um Preis- und Wechselkursänderungen bei Gold und beim Dollar gegenüber der ECU zu berücksichtigen;
  - die hinterlegenden Zentralbanken im Namen des Fonds mit der Verwaltung der von ihnen auf den Fonds übertragenen Gold- und Dollaraktiva zu betrauen;
  - Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der Zentralbanken insbesondere zum Ausgleich der Forderungen und Verbindlichkeiten aus den Interventionen im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus sowie der Zinsen auf den Nettositionen der Zentralbanken in ECU vorzunehmen.
- c) Die Bank verbucht beim Fonds die Transaktionen im Rahmen des im Februar 1970 eingerichteten kurzfristigen Währungsbeistands. Diese Kreditfazilität wurde zuletzt 1974 von der Bank von Italien beansprucht und seither nicht mehr reaktiviert.

Im Zeitraum 1. April 1981–31. März 1982 betrug die Interventionen der am Wechselkursverbund teilnehmenden Zentralbanken, soweit sie sich als ECU-Eintragungen in den Büchern des EFWZ niederschlugen, insgesamt etwa ECU 8,5 Mrd.

Am 31. März 1982 waren insgesamt etwas mehr als ECU 42 Mrd. vom Fonds emittiert; das entspricht zum Kurs des genannten Stichtags einem US-Dollar-Betrag von etwa gleicher Höhe. Diese ECU bestanden als Gegenposten zu den Einzahlungen von Reserveaktiva aller EG-Zentralbanken — mit Ausnahme der griechischen Notenbank, deren Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft am 1. Januar 1981 nicht die Teilnahme am EWS beinhaltete. Ein Teil dieser ECU-Aktiva wurde von verschiedenen EG-Zentralbanken hauptsächlich zum vollständigen oder teilweisen Ausgleich ihrer aus den obenerwähnten Interventionen entstandenen Verbindlichkeiten verwendet.

2. In ihrer Funktion als Agent des Fonds für die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen, welche die Gemeinschaft aufgrund der Verordnungen des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom Februar 1975 beschloß, hat die Bank hauptsächlich

- über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat, Zahlungen auszuführen, die mit diesen Kreditoperationen zusammenhängen; es handelt sich hierbei jedoch lediglich um Durchlaufkonten, denn die Mittel, die dem Fonds im Rahmen der von der Gemeinschaft abgeschlossenen Kreditaufnahmevereinbarungen zufließen, werden am selben Wertstellungstag auf die Konten der Endempfänger der Zahlungen überwiesen;
- diese Vorgänge beim Fonds zu verbuchen;
- die in den Schuld- und Darlehensverträgen festgelegten Fälligkeiten von Zins- und Tilgungszahlungen zu überwachen;
- die Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die für die EG durchgeführten Transaktionen zu unterrichten.

Während des Geschäftsjahres 1981/82 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds Zins- und Provisionszahlungen sowie die Rückzahlung der zweiten Rate über US-\$ 45 Mio. einer 1977 begebenen Anleihe von US-\$ 100 Mio. und die vollständige Rückzahlung einer weiteren von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft 1976 aufgelegten Anleihe von US-\$ 100 Mio. abgewickelt. Am 31. März 1982 verwaltete sie nach diesen Tilgungen insgesamt fünf Anleihen in Höhe von US-\$ 930 Mio. und DM 500 Mio.; von dem Erlös waren etwa 85% an Italien und der Restbetrag an Irland ausgeliehen. Für sämtliche Anleihen und entsprechende Darlehen sind feste Zinssätze vereinbart, die je nach Laufzeit (ursprünglich mehr als fünf Jahre im Durchschnitt), Emissionswährung und Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zwischen 7¼ und 8¼% liegen.

Eine Verordnung des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 16. März 1981 brachte eine Vereinfachung des Verfahrens zur Aktivierung des Anleihe-systems der Gemeinschaft und eine Anhebung des Gesamtplafonds auf ECU 6 Mrd. Mit der neuen Obergrenze hat sich das Kreditpotential dieser Einrichtung praktisch verdreifacht. Seit dieser Anpassung sind jedoch keine neuen Transaktionen erfolgt.

## 6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. November 1981 gab der Vorsitzende, Herr Dr. Jelle Zijlstra, bekannt, daß er aufgrund seines Entschlusses, sein Amt als Präsident der Niederländischen Bank Ende Dezember 1981 niederzulegen, mit Wirkung vom gleichen Tage als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zurücktreten werde. Herr Dr. Zijlstra hatte diese beiden Funktionen seit dem 1. Juli 1967 ausgeübt. Der Stellvertretende Vorsitzende sprach im Namen des Verwaltungsrats Herrn Dr. Zijlstra für sein hervorragendes Wirken im Dienste der Bank während seiner vierzehneinhalbjährigen Amtszeit – der längsten seit Bestehen der Bank – den aufrichtigsten Dank aus.

In derselben Sitzung wählte der Verwaltungsrat gemäß Artikel 38 der Statuten Herrn Dr. Fritz Leutwiler, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, mit Wirkung vom 1. Januar 1982 für eine Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der BIZ.

Lord O'Brian of Lothbury, dessen Mandat als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats am 28. Februar 1982 abgelaufen wäre, wurde vom Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom 9. Februar 1982 gemäß Artikel 38 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 28. Februar 1985 wiedergewählt.

Nachstehend sind die weiteren Veränderungen im Verwaltungsrat (in chronologischer Reihenfolge) aufgeführt:

Baron Ansiaux wurde im Juli 1981, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 7. August 1981, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn de Strycker, Gouverneur der Belgischen Nationalbank, für eine weitere Periode bis zum 31. Januar 1982 wiederernannt.

Im September 1981 wurde Professor Paolo Baffi, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 7. November 1981, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Dr. Ciampi, Gouverneur der Bank von Italien, für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 7. November 1984 wiederernannt.

Wegen seines Rücktritts als Präsident der Niederländischen Bank Ende Dezember 1981 stellte Herr Dr. Zijlstra auch seinen Sitz im Verwaltungsrat der BIZ zur Verfügung. In der Sitzung vom 8. Dezember 1981 wurde Herr Dr. W. F. Duisenberg, der als Nachfolger von Herrn Dr. Zijlstra zum Präsidenten der Niederländischen Bank ernannt worden war, vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 27(3) der Statuten für die am 31. März 1982 endende Restlaufzeit des Mandats von Herrn Dr. Zijlstra zum Verwaltungsratsmitglied gewählt.

In der gleichen Sitzung wurde Herr Dr. Johann Schöllhorn, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 31. Dezember 1981, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Pöhl, Präsident der Deutschen Bundesbank, für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. Dezember 1984 wiederernannt.

Da das Mandat von Baron Ansiaux am 31. Januar 1982 ablief, würdigte der Vorsitzende in der Verwaltungsratssitzung vom 12. Januar 1982 die außerordentlichen Leistungen von Herrn Ansiaux im Dienste der Bank wie bei der Förderung



der Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken während seiner ausnehmend langen Amtszeit zunächst als Stellvertreter, dann als Ex-officio-Mitglied und schließlich als ernanntes Mitglied des Verwaltungsrats.

In der Sitzung vom 9. Februar 1982 unterrichtete der Vorsitzende den Verwaltungsrat, daß Herr Dr. Ciampi, Gouverneur der Bank von Italien, Herrn Dr. Lamberto Dini zu seinem Stellvertreter anstelle von Herrn Dr. Mario Sarcinelli ernannt hat. Der Vorsitzende sprach Herrn Dr. Sarcinelli die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Mitarbeit aus.

Am 1. März 1982 übernahm Herr Jean Godeaux von Herrn Cecil de Strycker, der Ende Februar 1982 zurückgetreten war, das Amt des Gouverneurs der Belgischen Nationalbank und damit ex officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. März 1982 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Godeaux gemäß Artikel 27(2) der Statuten Herrn de Strycker für eine Periode von drei Jahren bis zum 28. Februar 1985 als Mitglied in den Verwaltungsrat berufen hat. Der Vorsitzende brachte zudem die Genugtuung des Verwaltungsrats darüber zum Ausdruck, daß Herr de Strycker, der dem Verwaltungsrat seit Februar 1975 als Ex-officio-Mitglied angehört hatte, weiterhin dessen Mitglied bleibt.

In derselben Sitzung wurde Herr Dr. W. F. Duisenberg, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 31. März 1982, gemäß Artikel 27(3) der Statuten für eine Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1985 wiedergewählt.

Außerdem gab der Vorsitzende in der gleichen Sitzung den Beschluß der Bank bekannt, Herrn R. G. Stevenson mit Wirkung vom 1. April 1982 zum Stellvertretenden Direktor zu befördern.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Nach dem Inflationsschub der zweiten Ölkrise leiteten die westlichen Industriestaaten einen Prozeß der „Desinflation“ ein, indem sie eine straffe antiinflationäre Politik verfolgten. Diese Politik zeigt nun erste Erfolge in Gestalt einer merklichen und ziemlich weit verbreiteten Abschwächung der Inflation. Gleichzeitig hat ihr restriktiver Einfluß die wirtschaftliche Wachstumsrate weiter sinken lassen, die aufgrund anderer Faktoren schon seit fast einem Jahrzehnt ungewöhnlich niedrig war. Der Gegensatz zwischen den unleugbaren Erfolgen der antiinflationären Politik und ihren mancherorts als unannehmbar hoch betrachteten Kosten hat eine lebhaftige Diskussion in Gang gebracht, die mit unterschiedlicher Intensität die politische Szenerie überall mehr und mehr beherrscht.

Eine konstruktive Erörterung dieses Problems wird durch die Tatsache erschwert, daß der Prozeß der Desinflation, in dem die Industrieländer sich nun befinden, eine neue Erfahrung darstellt. Sicherlich gibt es teilweise Gemeinsamkeiten zu früher gemachten Erfahrungen; aber gerade weil sie nur teilweise zutreffen, können sie ebenso in die Irre führen wie zur Klärung der Analyse beitragen. Dies gilt besonders für die oft gezogenen Parallelen zur Weltwirtschaftskrise der Jahre 1929–32.

Drei charakteristische Merkmale der gegenwärtigen Situation verdienen es, herausgehoben zu werden, da sie für die Formulierung wirtschaftspolitischer Empfehlungen wichtig sind: Die Hauptlast der Inflationsbekämpfung ruht, insbesondere in den USA, auf der Geldpolitik; die Nachkriegsinflation unterschied sich deutlich von früheren Inflationsphasen – folglich muß auch der Prozeß der Desinflation unterschiedlich verlaufen; die internationale Lage schließlich ist heutzutage durch einen sehr hohen Grad an wirtschaftlicher und finanzieller Integration gekennzeichnet. Das erste dieser Merkmale und seine Bedeutung für die Aufrechterhaltung der hohen Realzinsen sind Gegenstand ausführlicher Erörterungen im einführenden Kapitel. Einige wenige Bemerkungen über die beiden anderen charakteristischen Besonderheiten sind an dieser Stelle angebracht.

Die Inflation der letzten 30 Jahre ähnelt weder den Preissteigerungen, die für traditionelle konjunkturelle Schwankungen kennzeichnend sind, noch der galoppierenden Inflation, die in einigen europäischen Ländern unmittelbar nach den zwei Weltkriegen auftrat. Sie unterscheidet sich davon sowohl durch ihre Dauer als auch durch ihre Tendenz zur Beschleunigung: Mit einigen Ausnahmen waren die goldenen sechziger Jahre bezüglich der Preisstabilität gar nicht so golden. In einer Reihe von Ländern hat die Erfahrung der Inflation das Leben einer ganzen Generation geprägt. Die Marktteilnehmer haben allmählich gelernt, mit der Inflation zu leben, und lebten, bis vor einigen Jahren, nicht einmal schlecht; tatsächlich hatten die westlichen Industrieländer niemals zuvor ein so schnelles und stetiges Wachstum des Lebensstandards erfahren. Als Folge davon haben sich die Inflationserwartungen

tief eingestuft; des weiteren hat sich, nicht nur bei Lohnempfängern, sondern in allen sozioökonomischen Gruppen, ein starker Widerstand gegen jegliche Reduzierung der realen und erst recht der nominalen Einkommen herausgebildet. Erst in allerjüngster Zeit zeigte dieser Widerstand Anzeichen einer tendenziellen Abschwächung.

Vor diesem Hintergrund hat das Bündel restriktiver makroökonomischer Maßnahmen, die in der Zeit unmittelbar nach dem zweiten Ölschock ergriffen wurden, eine Situation geschaffen, die sich von vorhergehenden Rezessionsperioden stark unterscheidet. Obgleich diese Maßnahmen durch das Hinauftreiben der Realzinsen die Ertragslage der Unternehmen weiter verschlechterten, blieben die Realeinkommen der privaten Haushalte im Durchschnitt relativ unverändert. Folglich erwies sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität als verhältnismäßig robust, und sie ist in der Gruppe der westlichen Industrieländer insgesamt auch kaum gefallen. Gleichzeitig bewirkte die Kombination langsamen Wachstums und der Aufrechterhaltung historisch hoher Reallohniveaus einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit und erwies sich als unvereinbar mit einer Belebung der Investitionstätigkeit.

Daraus ergibt sich zwangsläufig die praktische Schlußfolgerung, daß in der Welt von heute der Prozeß der Ausmerzungen des inflationären Übels nur lang und mühevoll sein kann. Es gibt kein Allheilmittel, das die Erfahrung der letzten 30 Jahre vergessen machen kann. Es wäre eine Illusion, zu hoffen, daß die bloße Ankündigung antiinflationärer Maßnahmen die aktuelle Preisbildung entscheidend beeinflussen könnte; auf der anderen Seite würde die geringste Lockerung dieser Maßnahmen angesichts der in der Öffentlichkeit tiefverwurzelten Skepsis gegenüber dem Willen und der Fähigkeit der Regierungen, den Kampf um größere Preisstabilität durchzuhalten, ein Wiederaufflammen der Inflation heraufbeschwören.

Der internationale Rahmen, innerhalb dessen sich der Prozeß der Desinflation vollzieht, zeigt ebenfalls zahlreiche charakteristische Besonderheiten, die bei jeder wirtschaftspolitischen Empfehlung bedacht werden müssen. Alle Industriestaaten, die meisten Entwicklungsländer und einige der sozialistischen Staaten haben engere außenwirtschaftliche Verflechtungen als je zuvor. Der Anteil des Sozialprodukts, der direkt vom internationalen Güter- und Dienstleistungsaustausch abhängt, ist beträchtlich gestiegen. Die Kapitalströme haben im Gefolge der umfangreichen Zahlungsbilanzungleichgewichte ein noch nie gekanntes Ausmaß erreicht. Die Kreditgewährung der Banken spielte eine Schlüsselrolle bei diesen Kapitalströmen, und im Verlaufe dieser Entwicklung haben die internationalen Engagements der westlichen Banken in Relation zu ihren inländischen Forderungen und Verbindlichkeiten ständig zugenommen. Kurz, die Welt hat einen beispiellosen Grad wirtschaftlicher Interdependenz erreicht.

Diese starke Interdependenz fördert offensichtlich die schnelle Übertragung konjunktureller Einflüsse. Sie macht auch jedes Land gegenüber den inflationären oder deflationären Auswirkungen, die von heftigen Wechselkursschwankungen ausgehen, sowie gegenüber der zunehmenden Instabilität der Devisenmärkte anfälliger. Sie beschleunigt die Ausbreitung hoher Zinsen über Grenzen hinweg. Diese ziemlich naheliegenden Bemerkungen sind durch weitere zu ergänzen. Die wachsende gegenseitige Abhängigkeit ging Hand in Hand mit einer Anzahl struktureller Ver-

änderungen – die als externe „Schocks“ bezeichnet werden, wenn sie abrupt auftreten – und mit politischen Ereignissen, die ebenfalls neue Elemente der Instabilität für die Weltwirtschaft mit sich brachten.

Von diesen Schocks sind die zwei Ölpreisschübe die am häufigsten genannten und am eingehendsten analysierten. Es besteht jedoch die Gefahr, daß man außer acht läßt, daß die jüngste Beseitigung der OPEC-Überschüsse, die zweifellos eine sehr willkommene Entwicklung darstellt, auch negative Nebeneffekte hat, und seien es auch nur die radikale Veränderung der Absorptionsfähigkeit einiger der Ölförderländer und der daraus folgende Zwang zur Umorientierung der Handelsströme. Eine weniger abrupte, aber vielleicht noch länger wirkende Veränderung ergab sich als Begleiterscheinung des willkommenen Aufstiegs einiger Entwicklungsländer, deren Industrie jetzt in weiten Bereichen mit der Wirtschaft fortgeschrittener Industriestaaten in aktivem Wettbewerb steht. Schließlich hat sich das weltpolitische Klima verschlechtert. Die Ost-West-Beziehungen haben sich allmählich abgekühlt. Politische Meinungsverschiedenheiten und – oft bewaffnete – Konflikte sind zahlreicher geworden. Die Zusammenarbeit unter den westlichen Industrieländern auf dem Gebiet der internationalen Wirtschaftspolitik hat abgenommen. Der Gegensatz zwischen einer auf wirtschaftlichem und finanziellem Gebiet integrierten und politisch zersplitterten Welt ist augenfällig – und beunruhigend.

Glücklicherweise bietet die internationale Szenerie mehr als nur diese negativen Aspekte. Es mag Unzulänglichkeiten bei der Zusammenarbeit zwischen den Ländern geben; aber es sind nun, anders als in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen, internationale Organisationen vorhanden, die den Zeitläufen widerstanden haben, auch wenn sie sich den Auswirkungen der ungünstigen politischen Entwicklungen nicht entziehen konnten. Durch seine intensive Förderung von Verhandlungen über den Warenverkehr ist es dem GATT bisher gelungen, die liberale und multilaterale Orientierung des Welthandels vor den Gefahren des Protektionismus zu schützen. Die OECD bietet den Industrieländern ein nützliches Forum für die Erörterung aller Aspekte der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft funktioniert für die Mehrheit der westeuropäischen Länder als ein echter gemeinsamer Markt. Die Weltbank hat ihre wertvollen Aktivitäten bei der Finanzierung des Entwicklungsprozesses fortgesetzt. Schließlich hat nicht zuletzt der IWF seine aktive Rolle bei der Vergabe von Krediten mit wirtschaftspolitischen Auflagen wieder aufgenommen und unterstützt damit die Förderung des internationalen Anpassungsprozesses.

In dieser Situation, die durch einen Prozeß der Desinflation und durch internationale Unsicherheit geprägt wird, sehen sich die Wirtschaftspolitiker drei ineinander verzahnten Fragenkomplexen gegenüber: Soll die antiinflationäre Politik weiter verfolgt werden, und, wenn ja, wie? Welche Maßnahmen sollen ergriffen werden, um sicherzustellen, daß der Prozeß des Abbaus der Inflationsraten nicht das zukünftige Wachstumspotential untergräbt, sondern vielmehr die Basis für eine lang andauernde Erholung schafft? Und welche vorsorgliche Wirtschaftspolitik ist in der Zwischenzeit, bis die Erholung einsetzt, notwendig, um zu verhindern, daß die Beinahe-Stagnation in den industrialisierten Volkswirtschaften, die die vorübergehende, aber unausweichliche Begleiterscheinung der Desinflation ist, eine echte Krise der Weltwirtschaft auslöst?

Die Regierungen in den Industrieländern haben einfach keine andere Wahl, als ihre antiinflationäre Politik fortzusetzen. Angesichts von Inflationserwartungen, die noch nicht gebrochen sind, würde eine Lockerung dieser Politik den Preisauftrieb sehr schnell wiederaufleben lassen und umgehend zur schlimmsten aller möglichen Situationen führen: Die im Kampf gegen die Inflation in Kauf genommenen Opfer wären umsonst gewesen, und die Industrieländer würden sich nach einer kurzen Atempause wieder denselben Problemen gegenübersehen, aber in verschärfter Form.

Aber wie kann eine antiinflationäre Politik so lange durchgehalten werden, bis die Inflation vollends unter Kontrolle ist? Aus der Analyse in diesem Jahresbericht ergeben sich zwei Schlußfolgerungen. Beide betreffen die Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums. Erstens sollte die generell restriktive globale Wirtschaftspolitik von punktuellen Maßnahmen begleitet werden, die direkt oder indirekt darauf abzielen, die Erhöhung der Einkommen und besonders der Löhne zu bremsen – zu dem doppelten Zweck, den Anstieg der Arbeitslosigkeit aufzuhalten und die Rentabilität der Unternehmen wiederherzustellen. Zweitens sollte die Last, die der Geldpolitik bei der Steuerung der Gesamtnachfrage auferlegt wurde, beträchtlich vermindert werden, um den Auftrieb der Realzinsen zu verringern.

Sicherlich muß das Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts begrenzt werden, da dies der einzige Weg ist, die Voraussetzung für ein Überangebot auf den Märkten für Güter und Dienste zu schaffen, was für den Erfolg jeder Stabilitätspolitik eine *Conditio sine qua non* darstellt. Mißlingt dies, so ist kaum zu sehen, wie die Inflationserwartungen auf Dauer gebrochen werden könnten. Aber die Verzögerung, mit der die Nominal- oder gar Reallöhne auf eine restriktive Globalpolitik reagieren, bringt hohe Kosten in Form von Produktions- und Arbeitsplatzverlusten mit sich.

Eine solche Politik muß deshalb durch Maßnahmen ergänzt werden, die, ohne Arbeitslosigkeit zu erzeugen, den Anstieg der Nominallöhne verlangsamen, und zwar schneller, als ein Überangebot an Arbeitskräften allein es schaffen kann. Die Instrumente einer solchen Politik wären in den westlichen Ländern nicht überall die gleichen; sie sollten vielmehr auf die nationalen Besonderheiten zugeschnitten und daher von sehr unterschiedlicher Art sein.

Schnelle und wirkungsvolle Maßnahmen, um den Lohnanstieg in Grenzen zu halten, dürften nicht nur notwendig sein, damit die Zunahme der Arbeitslosigkeit zum Stillstand kommt, sondern auch als Grundlage einer dauerhaften wirtschaftlichen Erholung. Der überhöhte Anstieg der Reallöhne in den meisten westlichen Ländern, vor allem in Europa bis in die jüngste Zeit, trägt einen Großteil der Verantwortung für die Einengung der Gewinnmargen der Unternehmen und damit für den Rückgang der Investitionen. Solange sich dieser Trend nicht umkehrt, wird die Realkapitalbildung nicht steigen, und die geringe Investitionstätigkeit wird vor allem zur Einsparung von Arbeitsplätzen führen.

Im Rahmen einer globalen Wirtschaftspolitik zur Regulierung des nominalen BSP-Wachstums wäre auch Raum für eine deutliche Modifizierung der jeweiligen Rolle der Geld- und Finanzpolitik. Diese Feststellung gilt für praktisch alle Indu-

striestaaten, für die USA aber, in Anbetracht des außergewöhnlich hohen Niveaus der realen US-Zinsen, in noch stärkerem Maße als für die übrigen Länder. Ein restriktiverer finanzpolitischer Kurs ist in den USA hauptsächlich aus zwei Gründen erforderlich: Erstens, weil der Konflikt zwischen den zwei Politikbereichen in diesem Land am stärksten ausgeprägt ist. Zweitens, weil dort die Wahlmöglichkeiten der monetären Behörden unter dem Einfluß der finanziellen Innovationen und der Erwartungen der Marktteilnehmer am stärksten eingeschränkt sind.

Es gilt eine Situation zu beenden, in der überhöhte Realzinssätze mit einem stetigen Anstieg der Nominallöhne oder in einigen Fällen sogar der Reallöhne einhergehen; denn diese Kombination endet unausweichlich darin, daß sowohl das Niveau der Beschäftigung als auch das der Investitionen sinkt. Es muß jedoch erkannt werden, daß die oben skizzierten Leitlinien zwar dazu beitragen können, die Zunahme der Arbeitslosigkeit einzudämmen und die Grundlage für eine Erholung der Investitionstätigkeit zu schaffen, daß sie aber wahrscheinlich nicht ausreichen werden, um innerhalb kurzer Frist eine Wiederbelebung der Expansion herbeizuführen. Nahezu definitionsgemäß beinhaltet eine beharrliche Antiinflationpolitik ein langsames Wachstum, vielleicht sogar eine Beinahe-Stagnation in den Industrieländern. Eine solche Politik verlangt daher ergänzende Maßnahmen, um den Prozeß der Desinflation unter Kontrolle zu halten und so zu verhindern, daß die rezessiven Kräfte sich innerhalb der stark integrierten Weltwirtschaft ausbreiten. Diese Maßnahmen sollten vorrangig in drei Sektoren zur Anwendung kommen: am Devisenmarkt, beim Welthandel und beim Prozeß der außenwirtschaftlichen Anpassung.

Die starken kurzfristigen Schwankungen der Wechselkurse behindern die Investitionsentscheidungen und den internationalen Handel, indem sie ein Klima der Unsicherheit begünstigen, womit ein unnötiges weiteres Hemmnis für das Wachstum der Weltwirtschaft geschaffen wird. Die Meinungen über die Bedeutung dieses Einflusses, der sich einer quantitativen Messung entzieht, gehen auseinander. Ganz offenkundig nachteilig sind jedoch solche Bewegungen der Wechselkurse, die übersteigerte Schwankungen der realen effektiven Wechselkurse zur Folge haben. Der Nettoeffekt dieser Schwankungen kann sich rezessiv auf die gesamte Weltwirtschaft auswirken. Die Unterbewertung einer wichtigen Währung bringt zwei Ungleichgewichtselemente in die Weltwirtschaft. Für das betreffende Land wird es schwieriger, die Inflation zu bekämpfen, und damit wird die Aufrechterhaltung einer Globalpolitik unterstützt, die gemessen an den Erfordernissen des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts übertrieben restriktiv ausgerichtet ist. In den übrigen Ländern ruft sie protektionistische Reaktionen hervor. Auf der anderen Seite erhält ein Land, dessen Währung überbewertet ist, zugegebenermaßen eine nützliche Unterstützung in seinem Kampf gegen die Inflation, aber der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit beeinflusst direkt das Niveau seiner Wirtschaftstätigkeit.

Um diese Wechselkursschwankungen besser in den Griff zu bekommen, wären erneute Bemühungen um Kooperation zwischen den hauptsächlich betroffenen Ländern erforderlich. Interventionen auf dem Devisenmarkt, die sich vorzugsweise auf Übereinkünfte zwischen den beteiligten Ländern gründen, sind wünschenswert. Aber solche Interventionen können so lange nicht voll wirksam sein, wie große Zinsdifferenzen die Wechselkurse in einer Weise beeinflussen, die mit der Entwicklung der relativen Wettbewerbspositionen unvereinbar ist. Dies ist ein weiterer

Grund, warum ein besseres Mischungsverhältnis der Geld- und Finanzpolitik in den USA von grundlegender Bedeutung für das Gleichgewicht der Weltwirtschaft ist.

Die Beinahe-Stagnation in den Industrieländern schafft ein besonders günstiges Klima für protektionistische Tendenzen, das durch die Unterbewertung bestimmter Währungen weiter verstärkt wird. Anhaltender Widerstand gegen diese Tendenzen muß eine der ersten Pflichten der Industrieländer bleiben. Die Ausweitung des Protektionismus in einer vom Außenhandel abhängigen Welt wäre der sicherste und schnellste Weg zur Ausbreitung der rezessiven Einflüsse.

Das dritte Gebiet, auf dem die Anstrengungen für eine internationale Zusammenarbeit konzentriert werden sollten, ist der internationale Anpassungsprozeß und die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Ungeachtet des Abbaus des OPEC-Überschusses verzeichnen zahlreiche Entwicklungsländer, mehrere der schwächeren Industriestaaten und einige sozialistische Länder weiterhin beträchtliche Leistungsbilanzdefizite – als Pendant zu den Überschüssen einiger größerer Industrieländer. Zur gleichen Zeit wächst bei den Banken, die bislang den größten Teil zur Finanzierung dieser Defizite beigetragen haben, offensichtlich die Abneigung gegenüber einer Ausweitung ihrer internationalen Engagements. Es wäre bedauerlich, aber verständlich, wenn die wachsende Vorsicht der Banken, die oft durch aktuelle politische Spannungen genährt wird, sich allzu pauschal auf ganze Ländergruppen richten würde. Mangels tatkräftiger internationaler Zusammenarbeit könnte dies allzu viele Schuldnerländer zu einer überzogenen Anpassung zwingen, mit der Folge eines kumulativen rezessiven Einflusses auf die Weltwirtschaft. Es wäre paradox, wenn dies ausgerechnet zu einer Zeit eintreten würde, da die Welt zum zweiten Mal die beträchtlichen Ungleichgewichte, die durch die aufeinanderfolgenden Ölshocks entstanden sind, bewältigt hat.

Dieser Bericht schlägt keineswegs vor, daß alle gegenwärtigen Defizite finanziert werden sollten. Viele von ihnen sind durch offenkundige wirtschaftspolitische Fehlgriffe verursacht worden, die zu korrigieren in der Hauptsache in den Verantwortungsbereich der Defizitländer selbst fällt. Aber korrigierende Maßnahmen in die Wege zu leiten erfordert Zeit. Außerdem gibt es außenwirtschaftliche Defizite, deren zumindest vorübergehende Finanzierung noch eindeutiger gerechtfertigt zu sein scheint. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn ein Land seine Entschlossenheit und Fähigkeit zur Anpassung durch eine wesentliche Verbesserung seiner Handelsbilanz eben unter Beweis gestellt hat, die Auswirkungen davon aber teilweise oder vollständig durch die Erhöhung der Zinslast seiner Auslandsverschuldung wieder aufgehoben werden. Schließlich kann der Versuch eines Teils der Banken, die internationalen Engagements zurückzuführen, die Refinanzierung von Auslandsverbindlichkeiten erschweren, selbst wenn die Leistungsbilanz des Landes ausgeglichen ist. In vielen Fällen reichen die Devisenreserven zur Rückzahlung fälliger Auslandsschulden nicht aus.

Eine solche Situation unterstreicht, daß wir noch weit davon entfernt sind, ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen außenwirtschaftlicher Anpassung und Finanzierung der externen Ungleichgewichte bzw. auf der Finanzierungsseite eine vernünftige Arbeitsteilung zwischen privatem Bankkredit und offizieller Finanzierung gefunden zu haben. Im Idealfall würden die Defizitländer korrigierende Maß-

nahmen immer rechtzeitig einleiten, während die internationalen Kapitalströme die Investitionen in den kapitalimportierenden Ländern fördern oder zu einer ordnungsgemäßen binnenwirtschaftlichen Anpassung beitragen würden. Finanzierungsströme dieser Art würden eher eine vernünftige Wirtschaftspolitik belohnen als ökonomische Mißwirtschaft erleichtern. Eine Kreditgewährung zu allmählich erschwerten Bedingungen wäre im frühen Stadium des Entstehens eines Ungleichgewichts einer allzu großzügigen Kreditvergabe vorzuziehen, auf die dann ein plötzliches Versiegen der externen Finanzierungsquellen folgt.

Aber in dieser Welt gibt es keinen Idealzustand, und Anpassungsmaßnahmen und Finanzierungsmethoden, die dem Ideal nahekommen, erfordern einen langen Lernprozeß – bei den politisch Verantwortlichen der Schuldnerländer, bei den kreditgewährenden Banken und bei den internationalen Institutionen. Im gegenwärtigen Stadium dieses Lernprozesses sollte die internationale Zusammenarbeit das Ziel verfolgen, die Bedeutung der offiziellen Finanzierung zu stärken – wobei man der Tatsache Rechnung tragen muß, daß angesichts des langsamen Wachstums in den Industrieländern als Folge der Inflationsbekämpfung eine drastische generelle Anpassung in anderen Teilen der Welt die Form von Einfuhrrestriktionen annehmen müßte. Ein selektives Eingreifen durch offizielle Institutionen, vor allem von seiten des IWF, wäre unter dieser Konstellation der beste Weg, die Anpassungsbestrebungen in die richtigen Bahnen zu lenken und gleichzeitig, mit der gebotenen Behutsamkeit, das Vertrauen der Märkte wiederherzustellen. Dies ist eine Aufgabe, die durchaus in der Reichweite der internationalen Zusammenarbeit liegt – auch in einem abgekühlten politischen Klima.

GÜNTHER SCHLEIMINGER  
Generaldirektor



**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1982**

**BILANZ VOM**

(vor und nach Verwendung)

AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..	5478526941
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ... ..	10808523
<b>Schatzwechsel</b> ... ..	417483063
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
Gold	
bis zu 3 Monaten ... ..	51250994
von mehr als 3 Monaten ... ..	6903620
Währungen	
bis zu 3 Monaten ... ..	8260555382
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>3300675999</u>
	11619385995
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	676467626
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>794500883</u>
	1470968509
<b>Verschiedenes</b> ... ..	59585363
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	<u>1</u>
	<u>19056758395</u>
<p>Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,29032258... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,94149...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.</p> <p>Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1982: 183551737 Goldfranken.</p>	

**31. MÄRZ 1982**

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
<b>Stammkapital</b>			
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken	<u>1 500 000 000</u>		
Begeben: 473 125 Aktien ... ..	<u>1 182 812 500</u>		
mit 25%iger Einzahlung ... ..		295 703 125	295 703 125
<b>Reserven</b>			
Gesetzlicher Reservefonds ... ..	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... ..	417 152 793		437 152 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... ..	19 530 055		21 530 055
Freier Reservefonds ... ..	<u>174 730 236</u>		<u>202 730 236</u>
		641 483 397	691 483 397
<b>Einlagen (Gold)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht ... ..	4 628 890 436		
bis zu 3 Monaten ... ..	29 055 284		
Andere Einleger			
auf Sicht ... ..	<u>33 082 685</u>		
		4 691 028 405	4 691 028 405
<b>Einlagen (Währungen)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht ... ..	350 710 683		
bis zu 3 Monaten ... ..	10 796 208 190		
von mehr als 3 Monaten ... ..	1 591 421 635		
Andere Einleger			
auf Sicht ... ..	11 521 785		
bis zu 3 Monaten ... ..	325 640 663		
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>11 462 647</u>		
		13 086 965 603	13 086 965 603
<b>Verschiedenes</b> ... ..		274 639 044	274 639 044
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... ..		66 938 821	-
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1982</i> ... ..		-	16 938 821
		<u>19 056 758 395</u>	<u>19 056 758 395</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1982 und ihres Gewinnes für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, 26. April 1982

PRICE WATERHOUSE & CO.

**GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**  
für das am 31. März 1982 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... .. .	83548161
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... .. .	168711
Direktion und Personal ... .. .	11392732
Geschäfts- und Bürokosten ... .. .	<u>4190232</u>
	<u>15751675</u>
 Geschäftsertrag ... .. .	 67796486
 Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... .. .	 <u>857665</u>
 Reingewinn für das am 31. März 1982 abgeschlossene Geschäftsjahr ... .. .	 66938821
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende: 135 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien ... .. .	16938821
	<u>50000000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... .. .	20000000
	<u>30000000</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ... .. .	2000000
	<u>28000000</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds ... .. .	28000000
	<u>28000000</u>
	-
	<u><u>          </u></u>

## VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1982 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

### I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1981-82

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1981 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1980-81 ... ..	30 070 313	417 152 793	19 530 055	174 730 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1981-82 ... ..	—	20 000 000	2 000 000	28 000 000
Stand am 31. März 1982 laut Bilanz ... ..	30 070 313	437 152 793	21 530 055	202 730 236

### II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1982 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold ... ..	295 703 125	366 398 288	662 101 413
Währungen ... ..	—	325 085 109	325 085 109
	295 703 125	691 483 397	987 186 522

## VERWALTUNGSRAT

Dr. Fritz Leutwiler, Zürich	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London	Stellvertretender Vorsitzender

Prof. Paolo Baffi, Rom  
Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom  
Bernard Clappier, Paris  
Dr. W. F. Duisenberg, Amsterdam  
Renaud de la Genière, Paris  
Jean Godeaux, Brüssel  
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.  
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London  
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel  
Cecil de Strycker, Brüssel  
Lars Wohlin, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Lamberto Dini, Rom, oder  
Dr. Giovanni Magnifico, Rom  
Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.  
Georges Janson, Brüssel  
Gabriel Lefort, Paris, oder  
Jacques Waitzenegger, Paris  
A. D. Loehnis, London, oder  
M. J. Balfour, London

## DIREKTION

Dr. Günther Schleiminger	Generaldirektor
Prof. Alexandre Lamfalussy	Beigeordneter Generaldirektor, Volkswirtschaftlicher Berater
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Abteilungschef
Maurice Toussaint	Direktor
Prof. Dr. F. E. Klein	Rechtsberater, Direktor
Dr. Warren D. McClam	Direktor
M. G. Dealtry	Direktor
Rémi Gros	Direktor

---

Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
R. G. Stevenson	Stellvertretender Direktor
André Bascoul	Beigeordneter Direktor
Paul A. Hauser	Beigeordneter Direktor
Joachim Mix	Beigeordneter Direktor
Dr. H. W. Mayer	Beigeordneter Direktor
Jean Vallet	Beigeordneter Direktor
Kevin J. Kearney	Beigeordneter Direktor
Dr. Kurt Spinnler	Beigeordneter Direktor