

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

DREIUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1982 – 31. MÄRZ 1983

BASEL

13. Juni 1983

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	1
I. Von der Desinflation zu ausgewogenem Wachstum	3
II. Der Desinflationsprozeß 1979–83	9
<p>Schwerpunkte (S. 9); Desinflation: der Hintergrund (S. 10); Desinflation von 1979 bis Frühjahr 1983 (S. 12): <i>die unterschiedlichen Auswirkungen der Wechselkurse (S. 16), verändertes Lohnverhalten (S. 19); Produktion und Nachfrage (S. 21): Nachfragefaktoren und die „Aufteilung“ des nominalen Bruttosozialprodukts (S. 22), das Problem des „policy mix“ in den USA (S. 25), die Finanzpolitik außerhalb der Vereinigten Staaten (S. 27); das Problem der Arbeitslosigkeit (S. 29); Desinflation: bisherige Fortschritte und Perspektiven (S. 32); Perspektiven einer wirtschaftlichen Erholung (S. 34)</i></p>	
III. Finanzmärkte und finanzielle Innovationen	36
<p>Schwerpunkte (S. 36); Desinflation und Geldumlaufgeschwindigkeit (S. 38); veränderte Grundmuster sektoraler Finanzierung (S. 41); Abschwächung der gesamten Kreditströme (S. 43); Bankkredite und monetäres Wachstum (S. 44); Wiederbelebung der Kapitalmarktaktivitäten? (S. 47); finanzielle Anfälligkeit und Anpassung der Bilanzstruktur (S. 50); finanzielle Innovationen (S. 53); Passivbesteuerung (S. 57); Laufzeitverkürzung und Ausleihungen zu variablen Zinssätzen (S. 59); Länderentwicklungen (S. 60): <i>Vereinigte Staaten (S. 61), Kanada (S. 63), Großbritannien (S. 63), Deutschland (S. 64), Japan (S. 65), Frankreich (S. 65), Italien (S. 66); finanzielle Neuerungen und Geldpolitik (S. 66)</i></p>	
IV. Geldpolitik und Desinflationsprozeß	70
<p>Schwerpunkte (S. 70); Nominalzinssätze (S. 71): <i>neueste Entwicklungen (S. 71), Renditenstruktur (S. 73), Variabilität der Zinsen (S. 73), Risikoprämien und Kreditkonditionen der Finanzinstitute (S. 74); Realzinssätze (S. 75); Probleme der Geldpolitik (S. 77); Geldmengenaggregate: Entwicklung und Strategien (S. 77): neue monetäre Entwicklung im Rückblick (S. 77), der geldpolitische Rahmen (S. 79), der Übergang zu größerer Flexibilität (S. 82), die Perspektiven für Zielvorgaben in naher Zukunft (S. 85); Zins- und Wechselkursziele in der Geldpolitik (S. 87): <i>der allgemeine Rahmen (S. 87), wechsellkursorientierte Politik während der Zeit steigender Zinsen (S. 88), zinspolitisches Reagieren im Umfeld rückläufiger Inflationsraten (S. 91); welchen Spielraum hat die Geldpolitik? (S. 92)</i></i></p>	

V. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr 94

Schwerpunkte (S. 94); Welthandel (S. 95); Entwicklung der Leistungsbilanzen insgesamt und globale Interdependenz (S. 97): *Ursprünge und Auswirkungen der Lücke im weltweiten Leistungsbilanzgefüge* (S. 97), *Interdependenz der Leistungsbilanzentwicklungen* (S. 99), *die Auswirkungen der Rezession in den Zehnergruppenländern auf die zusammengefaßten Leistungsbilanzpositionen der übrigen Welt* (S. 101), *Anpassung und Finanzierung vor dem Hintergrund sich verschlechternder Leistungsbilanzpositionen* (S. 104), *die Rückwirkungen der Anpassungsmaßnahmen der übrigen Welt auf die Länder der Zehnergruppe* (S. 107); Zahlungsbilanzentwicklungen in den Ländern der Zehnergruppe (S. 108); *Leistungsbilanzen* (S. 108), *Kapitalverkehrsbilanzen* (S. 113)

VI. Internationale Kredit- und Anleihemärkte 121

Schwerpunkte (S. 121); gesamtes internationales Kreditwachstum im Jahr 1982 (S. 122); das internationale Bankgeschäft 1982: Entwicklung der wichtigsten Aggregate (S. 123); regionale Aufgliederung von Herkunft und Verwendung der internationalen Bankmittel (S. 128); internationale Verschuldung gegenüber Banken 1974–82 (S. 132): *das Anwachsen der internationalen Verschuldung gegenüber Banken 1974–79* (S. 132), *das Herannahen der Krise von 1982* (S. 138), *Lagebeurteilung und Schlußfolgerungen* (S. 144); internationale Anleihemärkte (S. 147)

VII. Internationale Währungslage 152

Schwerpunkte (S. 152); Entwicklung der Wechselkurse (S. 153): *die frei schwankenden Währungen* (S. 153), *Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS* (S. 158); Wechselkurschwankungen: Ein Überblick über das Geschehen auf dem Dollardevisenmarkt von 1977 bis 1983 (S. 162); Goldgewinnung und Goldmarkt 1982 (S. 168); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 170): *Entwicklungen im Jahr 1982* (S. 170), *längerfristige Gesichtspunkte* (S. 175)

VIII. Die Tätigkeit der Bank 181

Finanzhilfe für Zentralbanken (S. 181); Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 183); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 186): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 187), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 189), *Goldtermingeschäfte* (S. 191); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 192); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 193); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 193); Veränderungen im Verwaltungsrat (S. 195)

Schlußbemerkungen 196

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1983

VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

	Seite
Der Desinflationsprozeß 1979–83	
Länder der Zehnergruppe: Ausgewählte Indikatoren von Inflation und Desinflation 1968–83 ★	13
Weltmarktpreise: Öl und übrige Rohstoffe ★	14
Nominaleinkommen und Veränderung des Verbraucherpreisanstiegs	15
Entwicklung der Verbraucherpreise	16
Entwicklung der Verbraucherpreise und der Einfuhrdurchschnittswerte ★	18
Entwicklung der nominalen und realen Löhne	19
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	22
Industrieproduktion ★	23
Reale Exportnachfrage der Industrieländer 1978–82	25
USA: Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik ★	26
Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in Prozent der privaten Bruttoersparnis 1966–82	29
Arbeitslosigkeit	30
Industrieländer: Inflation und Arbeitslosigkeit 1967–83 ★	33
„Discomfort“-Indizes 1970–83	33
Finanzmärkte und finanzielle Innovationen	
Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ★	39
Finanzierungssalden der Sektoren	42
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner	44
Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung	46
Neuemissionen von Aktien und Anleihen auf inländischen Kapitalmärkten	49
Innenfinanzierung und Bilanzkennzahlen der Unternehmen (ohne Kreditinstitute)	51
Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M1 und kurzfristige Zinssätze	55
Das Verhältnis von privaten Konsumausgaben und Bargeldumlauf ★	56
Anteil der Sichteinlagen an den gesamten Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken	58
Veränderungen von M1 relativ zu M2	58
Struktur der Bankkredite an Industrie und Handel in den USA ★	59
Laufzeitverkürzung bei Bankkrediten	60
USA: Veränderte Zusammensetzung der Geldmenge ★	62
Schwankungsbreite langfristiger Zinssätze	68

Geldpolitik und Desinflationsprozeß

Kurz- und langfristige Zinssätze ★	72
Tagesschwankungen der Geldmarktsätze	74
Risikoprämien und Zinsaufschläge für Finanzvermittlung ★	75
Reale Anleiherenditen	76
Die Geldmenge in weiter Abgrenzung und nominales und reales Bruttosozialprodukt ★	78
Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Wachstumsraten	80
Abweichungen der Geldmenge von der Zielpfadmitte und Zinssätze ★	85
Differenzen kurzfristiger Zinsen, Wechselkurse und Nettoauslandsaktiva der Zentralbanken ★	90

Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel 1980-82	95
Leistungsbilanzsalden 1980-82	98
Zusammengefaßte Leistungsbilanzen wichtiger Ländergruppen und Diskrepanz im Weltleistungsbilanzgefüge 1972-82 ★	100
Entwicklungsländer (ohne OPEC): Tatsächliche und hypothetische Leistungsbilanz 1980-82	102
Entwicklungsländer (ohne OPEC): Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1980-82 (Schätzung)	105
Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder 1981/82 (Schätzung)	106
Zehnergruppenländer: Kapitalströme und Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven 1981/82	114
USA: Regionale Verteilung der Nettokapitalströme des privaten Sektors 1980-82	116

Internationale Kredit- und Anleihemärkte

Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken und internationale Anleiheemissionen	122
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern	124
Aufgliederung des internationalen Bankgeschäfts nach Währungen	126
Aufteilung des internationalen Bankgeschäfts auf Banken und Nichtbanken	127
Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditmarktmittel	130
Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1974-82 (Schätzung)	134
Eurodollarzinssätze und Veränderungen der Exportpreise 1973-83 ★	135
Bestimmungsgründe für die Krediterfordernisse und die Nettoinanspruchnahme der internationalen Bankenfinanzierung durch Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974-82 ★	136

	Seite
Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973-82 ★	137
Merkmale der Auslandsverschuldung ausgewählter Länder gegenüber Banken 1978-82 ★	140
Entwicklung der Brutto- und Nettoverschuldung ausgewählter Länder gegenüber den Banken 1975-82 ★	143
Internationale Anleihen	149
Aufgliederung internationaler Anleihen nach Wertpapierarten	150
Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar und DM-Anleihen ★ . .	151

Internationale Währungslage

Ausgewählte Industrieländer: Schwankungen der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar 1981-83 ★	154
Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980-83 ★ . .	155
Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkassakurse	157
Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbunds des EWS 1982/83 ★	159
Entwicklung der nominalen und realen Wechselkurse der übrigen Währungen im EWS-Wechselkursverbund gegenüber der D-Mark sowie der Verbraucherpreise in den Mitgliedsländern in den Jahren 1978-83 ★	161
Veränderungen der nominalen und realen Wechselkurse der D-Mark, des Yen und des Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar 1977-83 ★	163
Weltgoldgewinnung (Schätzung)	168
Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	169
Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1981-83 ★	170
Veränderung der Weltwährungsreserven 1980-82	171
Struktur der Anlage von Devisenreserven 1979-82	174
Weltwährungsreserven (ohne Gold), Verhältnis von Reserven zu Einfuhren und Ver- bindlichkeiten gegenüber an die BIZ berichtenden Banken, Ende 1969 bis Ende 1982	178

Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten vier Geschäftsjahren	186
Struktur der Passiva in den letzten vier Geschäftsjahren	187
Fremdmittel (Herkunft)	188
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	189
Aktiva (Sachkategorien)	190
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	191

DREIUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 13. Juni 1983 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 53. Geschäftsjahr (1. April 1982–31. März 1983) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 817 637 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 65 826 173 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 66 938 821 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 15 826 173 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 135 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 20 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 30 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1982/83 den Aktionären am 1. Juli 1983 gezahlt.

I. VON DER DESINFLATION ZU AUSGEWOGENEM WACHSTUM

Der Desinflationsprozeß, in den die westlichen Industriestaaten im Anschluß an die zweite Ölkrise eingetreten waren, beschleunigte sich 1982 und setzte sich während der ersten Monate des Jahres 1983 weiter fort. Eine namhafte Zahl von Ländern hat deutliche Erfolge im Kampf gegen die Inflation aufzuweisen und ebnete sich damit den Weg zu neuem wirtschaftlichen Wachstum. Die wirtschaftliche Erholung scheint denn auch in den letzten Monaten vor allem in den USA, aber auch in einigen anderen größeren Ländern ziemlich sicheren Tritt gefaßt zu haben. Die OPEC-Überschüsse sind verschwunden, und der offizielle Basispreis für Rohöl ist – allerdings gemessen in einem starken Dollar – erstmals seit mehr als 20 Jahren zurückgegangen. Neben diesen guten Ergebnissen hat jedoch die Desinflation auch eine Anzahl schwerwiegender Probleme mit sich gebracht oder – in vielen Fällen – schlichtweg offengelegt. Im Inland waren es die Belastungen der andauernden Stagnation, des massiven Anstiegs der Arbeitslosigkeit und das weit verbreitete Problem labiler Finanzverhältnisse; im internationalen Bereich war es die verschärfte Belastung einiger Länder aus der Bedienung der Auslandsschulden zunächst durch den Zinsanstieg, später durch das anhaltend hohe Realzinsniveau und die Abschwächung von Welthandel und Rohstoffpreisen. Diese wesentlichen Merkmale der Wirtschaftsentwicklung 1982/83 werden im vorliegenden Bericht genauer analysiert.

Eine wachsende Anzahl empirischer Belege bestätigt die Einschätzung, daß die entschlossenen Versuche, den lang dauernden Aufwärtstrend der Weltinflation zu durchbrechen, im letzten Jahr schneller, als vielfach erwartet worden war, zu greifbaren Resultaten geführt haben. Am augenfälligsten ist sicherlich der schwächere Anstieg verschiedener Preisindizes, selbst wenn man hilfreiche vorübergehende Einflüsse unberücksichtigt läßt. Seit einigen Monaten sind nunmehr bereits die Großhandels- und sogar die Einzelhandelspreise in mehreren Ländern nahezu stabil geblieben. Die Grundstücks- und Häuserpreise weisen kaum noch steigende Tendenz auf und sind in einigen Fällen sogar erheblich gesunken. Der vielleicht wichtigste und hoffentlich nachhaltigste Wandel hat sich jedoch auf dem Arbeitsmarkt vollzogen. Das Wachstum der Arbeitskosten hat sich in einigen Ländern so deutlich abgeschwächt, daß die Lohnstückkosten auf einem neuen, relativ stabilen Pfad zu halten sein müßten, wenn das Produktivitätswachstum sich normalisiert und damit kein neuerlicher stärkerer Anstieg der Geldlöhne verbunden ist. In einer großen Zahl von Ländern sind die Reallöhne gesunken (mit vereinzelt Fällen nominaler Lohnkürzungen), und die generelle Ertragskraft der Wirtschaft hat sich verbessert. Einzuschränken ist, daß trotz dieser Fortschritte nach wie vor eine beachtliche Anzahl von Ländern bei ihren Bemühungen um Eindämmung der Inflation und Stärkung der Außenwirtschaftsposition nur wenig vorangekommen ist.

Die Desinflation ging, zumindest bis vor kurzem, mit einer stagnierenden Produktion in den Industrieländern insgesamt einher. Wahrscheinlich ist, daß das

falsche Mischungsverhältnis innerhalb der Wirtschaftspolitik, d. h. die überstrapazierte Rolle der Geldpolitik bei der Durchsetzung weltweiter Restriktionsbemühungen, zu einem längeren Andauern der Stagnationsphase geführt hat, als es sonst der Fall gewesen wäre. Darüber hinaus ist sicher, daß das Mischungsverhältnis durch seine zinstreibende Wirkung besondere Behinderungen für die Kapitalbildung nach sich zog und damit eine Hypothek für das weitere Wachstumspotential darstellte. Man sollte allerdings nicht vergessen, daß die Wachstumsprobleme der westlichen Industrienationen nicht erst vor drei Jahren entstanden sind, als sie gemeinsam versuchten, den Kostenschub aus der zweiten Ölkrise aufzufangen. Die ersten Anzeichen eines Endes des Wachstumstrends waren – zumindest was die Anlageinvestitionen anging – bereits in den späten sechziger und frühen siebziger Jahren zu erkennen, also erheblich vor der ersten Ölkrise. Die tieferliegenden Ursachen dieses Umschwungs bleiben im dunkeln, nicht hingegen die unmittelbaren Auslözungsfaktoren: die Verschiebung der Verteilungsrelationen zugunsten der Löhne, die nachlassende Ertragskraft der Unternehmen, die Tendenz zur Ausweitung des öffentlichen Sektors, die schwache Kapitalbildung und die Verlangsamung des Produktivitätswachstums.

Ebensowenig sollte man das jetzt erreichte Ausmaß der Arbeitslosigkeit ausschließlich der nachfragebeschränkenden Politik der letzten drei Jahre zuschreiben. Bereits lange vorher war vor allem in Westeuropa eine tendenziell wachsende Unterbeschäftigung als Folge des Zusammenwirkens von schwächerem Wirtschaftswachstum, zunehmender Bevölkerung und – mancherorts – höheren Erwerbsquoten zu beobachten. Schließlich bildeten die überzogenen Steigerungen der realen Lohnkosten und stärkere Einschränkungen der Mobilität wesentliche Anreize für arbeitsplatzsparende Investitionen und Innovationen. Vor diesem Hintergrund stellen die jüngsten Rückgänge der Reallöhne über ihren direkten Beitrag zur Abschwächung der Inflation hinaus ein hilfreiches Element der Anpassung dar.

Nahezu die gleichen Argumente gelten auch für die finanziellen Anfälligkeiten, wie sie sich in den meisten Industrieländern seit 1981 abzeichneten. Es ist nicht zu bestreiten, daß der Desinflationsprozeß mit seinen unvermeidlichen – anfänglichen – Folgen schrumpfender Cash flows und hoher Zinssätze die Finanzsituation vieler Unternehmen verschlimmert hat und eine Reihe von ihnen in den Konkurs trieb. Unzweifelhaft ist aber auch, daß die Verschlechterung der Ertragslage und der Bilanzstrukturen bereits sehr viel früher begonnen hatte. In den meisten Industrieländern setzten der Rückgang der Eigenmittelquoten und die Erhöhung des Anteils der kurzfristigen Verschuldung bereits Mitte der siebziger Jahre ein, wenn nicht noch früher. Im übrigen scheint das schlimmste Stadium nunmehr überwunden zu sein. Es gibt verschiedene Anzeichen, daß die Ertragsmargen schrittweise wieder zunehmen, teilweise als direktes Ergebnis des Stopps der inflationsträchtigen Nominallohnentwicklung mit entsprechend günstigen Auswirkungen auf Cash flow und Finanzstruktur der Unternehmen. Der Rückgang der Zinssätze – wenn auch in den meisten Ländern nur im nominalen Bereich – hat sich in der gleichen Richtung günstig ausgewirkt. Die Entspannung am langfristigen Ende der Finanzmärkte dürfte dazu beitragen, die Fälligkeitsverteilung der Unternehmensverschuldung nach und nach zu strecken. Der Kursanstieg an den Börsen hat die Finanzierungsmöglichkeiten über Aktienemissionen deutlich verbessert. All dies ist an

den Finanzmärkten nicht unbemerkt geblieben: Die vielfältigen Renditenunterschiede, Anzeichen der finanziellen Anfälligkeit, sind seit letztem Herbst kleiner geworden.

In den meisten Ländern war die Desinflation im letzten Jahr auf den Finanzmärkten mit einem deutlichen Rückgang der privaten Kreditnachfrage (insbesondere der Nachfrage nach Bankkrediten) und einer entsprechenden Erhöhung der realen Geldnachfrage verbunden. Auf der einen Seite versuchte der Unternehmenssektor, sein Finanzierungsdefizit durch Kürzung der Investitionsausgaben und einen Beschäftigungsabbau zu reduzieren, während die privaten Haushalte weniger Kredite zur Finanzierung von dauerhaften Konsumgütern und Wohnungsbauten aufnahmen. Diese Entwicklungen brachten eine zusätzliche konjunkturelle Belastung für die Defizite des öffentlichen Sektors zu einer Zeit mit sich, in der die Regierungen erhebliche Anstrengungen unternahmen, den strukturellen Teil ihrer Haushaltsdefizite besser in den Griff zu bekommen. Auf der anderen Seite sorgten die öffentlichen Defizite in gewissem Umfang für einen notwendigen antizyklischen Ausgleich der nachlassenden Wirtschaftsaktivität und halfen mit, die höhere private Liquiditätsnachfrage zu befriedigen. Damit führte das vorsorgliche Verhalten des privaten Sektors zusammen mit niedrigeren Inflationsraten und Zinssätzen zu bemerkenswerten Rückgängen in der Umlaufgeschwindigkeit verschiedener monetärer Aggregate, insbesondere in den USA. Darüber hinaus ergaben sich dort wie auch in anderen Ländern aus finanziellen Neuerungen weitere Schwierigkeiten bei der Definition, Steuerung und Interpretation der Entwicklung monetärer Aggregate.

Unter diesen Umständen und wegen des ungewissen Ausmaßes fortdauernder Inflationserwartungen wurden die geldpolitischen Entscheidungen außerordentlich schwierig. In verschiedenen Ländern war man bei der Geldmengensteuerung verstärkt auf subjektive Beurteilungen angewiesen. Besondere Interpretationsprobleme bereite der Rückgang der Geldumlaufgeschwindigkeit, der entweder als Signal für eine nachhaltige Änderung inflationärer Verhaltensweisen oder aber als vorübergehende Entwicklung verstanden werden konnte, die sich bei einsetzender wirtschaftlicher Erholung schnell umkehren konnte. Insgesamt gesehen akkommodierten die geldpolitischen Instanzen bis zu einem gewissen Grad diese ungewöhnlich hohe Liquiditätsnachfrage, die nach ihrer Auffassung vor dem Hintergrund einer ausgeprägten Rezession mit national und international verbreiteten Anzeichen finanzieller Anfälligkeit gesehen werden mußte. So wurde etwa in den USA ein erheblich über die Zielvorgaben hinausgehendes Geldmengenwachstum hingenommen. Dennoch blieb die Geldpolitik, obwohl einiger Spielraum für ein flexibles Vorgehen vorhanden war, weiterhin Zwängen unterworfen, die aus der Furcht vor einem Wiederaufblühen der Inflation und aus der ungenügenden Unterstützung seitens der Finanz- und Einkommenspolitik entstanden. Berücksichtigt man allerdings das Ausmaß der Abschwächung des Preis- und Lohnauftriebs, so scheint die Geldpolitik in den Industrieländern auch unter diesen Umständen durchaus in der Lage zu sein, einen maßvollen Wiederanstieg der Produktion zu stützen.

Auf dem Sektor der internationalen Finanzen traten die schon seit längerer Zeit schwelenden Probleme durch den Desinflationsprozeß am deutlichsten zutage. Trotz des schrittweisen Abbaus der OPEC-Überschüsse blieben die

Leistungsbilanzdefizite der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer wie auch die einiger entwickelter Länder sehr hoch; gleichzeitig gerieten einige Ölförderländer mit hoher Importaufnahmefähigkeit in erhebliche außenwirtschaftliche Defizite. Die Gründe hierfür lagen bekanntlich in der weltweit abnehmenden Nachfrage, den sich verschlechternden Terms of trade und – in erster Linie – in dem hohen Niveau der kurzfristigen Dollarzinsen 1981 und zu Beginn des Jahres 1982. Als verschärfendes Element trat – zumindest bis vor kurzem – hinzu, daß ein maßgeblicher Teil der Auslandsverschuldung der Länder auf variabel verzinsliche Bankkredite entfiel. Darüber hinaus gab es diesmal entgegen der Erfahrung der frühen siebziger Jahre keine inflationäre Steigerung der Ausfuhrpreise (insbesondere bei Rohstoffen), die zur Reduzierung der realen Schuldenlast hätte beitragen können. Der damit verbundene scharfe Umschwung von negativen zu stark positiven kurzfristigen Realzinsätzen hatte verheerende Auswirkungen auf die Leistungsbilanzen all jener Länder, die beträchtliche Auslandsschulden angesammelt haben. Die gravierendsten Schwierigkeiten ergaben sich schließlich aus der Fälligkeitsstruktur dieser Schulden, die mit ihrer Verzerrung zur kurzfristigen Seite hin zu einer beträchtlichen Instabilität führte. Als dann die Banken – teilweise unter dem Einfluß politischer Ereignisse – dem „Regionalisierungssyndrom“ erlagen und zunächst die Kreditgewährung an Osteuropa, später auch an Lateinamerika einstellten und in einigen Fällen sogar gegebene Kredite zurückzuziehen versuchten, wurde das Stromgrößenproblem der Leistungsbilanzfinanzierung auch zu einem Bestandsproblem.

So wenig das Auftreten von Finanzierungsproblemen im Inland ausschließlich auf die Antiinflationpolitik in den westlichen Industriestaaten zurückgeführt werden kann, so falsch wäre es auch, die Konsequenzen des Anstiegs der internationalen Verschuldung zu unterschätzen. Ohne diesen Verschuldungsprozeß, der in den letzten neun Jahren besonders schnell voranschritt, hätte die Desinflation erheblich mildere und weniger schädliche Auswirkungen auf Osteuropa und die Entwicklungsländer ausgeübt. Er beschleunigte sich während der ersten Ölkrise, als das westliche Bankensystem als wichtigster Finanzintermediär zwischen Überschuß- und Defizitländern auftrat. Dies wurde allgemein als den Interessen der Weltwirtschaft entsprechend begrüßt, da mangels sonstiger genereller Alternativen zum Abbau finanzieller Ungleichgewichte die Gefahr bestand, daß die Weltwirtschaft in eine wirkliche Depressionsspirale geriet. Diese Einschätzung schien zur damaligen Zeit ausreichend fundiert zu sein. Und selbst im nachhinein kann festgestellt werden, daß sowohl die Schuldendienstbelastung der meisten Kreditnehmerländer als auch das Auslandsengagement der Banken bis etwa 1977/78 in überschaubarer Größenordnung blieben. Von da an begannen jedoch einzelne Länder trotz des Verschwindens der aus der ersten Ölkrise herrührenden Ungleichgewichte ihre Auslandsverschuldung in einem Maße zu steigern, das selbst dann nicht durchzuhalten gewesen wäre, wenn die Weltnachfrage nach den von ihnen erzeugten Produkten weiter schnell zugenommen hätte und die Zinssätze auf niedrigem Niveau geblieben wären. Der Schuldnermarkt für Bankkredite vermochte die vorsichtigeren, unter Auflagen gewährten Finanzierungen des IWF sozusagen zu verdrängen, so daß für die Defizitländer nur geringe Anreize von außen vorlagen, Anpassungen im Inland vorzunehmen. Die zweite Ölkrise verschlimmerte die Situation weiter, so daß, als die Industrieländer sich für die Antiinflationpolitik entschieden, sowohl

die Auslandsverschuldung der Staaten als auch das Auslandsengagement der Banken ein Niveau erreicht hatten, das eine krisenanfällige Finanzsituation heraufbeschwor.

Dank der reibungslosen Zusammenarbeit der Hauptakteure des internationalen Finanzsystems konnte jedoch eine Finanzkrise vermieden werden. Die westlichen Zentralbanken gewährten – im Rahmen der BIZ – Überbrückungskredite, die einen Übergang auf die konditionierte IWF-Finanzierung ermöglichten. Auf diese Weise signalisierten sie den Märkten ihre Entschlossenheit, jegliche echte Bedrohung des Finanzsystems als Ganzes abzuwehren. Der IWF stellte nach zügigen Verhandlungen mehrere große, mit harten Auflagen verbundene Finanzierungsfazilitäten zur Verfügung. Die Regierungen einigten sich nach Ausräumen der in einigen Ländern zunächst bestehenden Bedenken auf eine deutliche Anhebung der IWF-Quoten und eine Ausweitung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV). Mehrere Defizitländer leiteten einschneidende Maßnahmen zur Anpassung ihrer Wirtschaft ein. Die Banken schließlich, nachdem sie nun einmal einer Notsituation gegenüberstanden, hielten still und sahen trotz wachsender Zahlungsrückstände und schwieriger Umschuldungsverhandlungen davon ab, voreilig bei den betroffenen Schuldnern formell den Zahlungsverzug („default“) auszulösen. Obwohl diese Notmaßnahmen die grundlegenden Probleme nicht gelöst haben, ermöglichten sie es doch, die Situation unter Kontrolle zu halten, und gaben den politisch Verantwortlichen eine Atempause zur gelasseneren Beurteilung der Lage.

Zur gleichen Zeit trug die Wechselkursentwicklung in vielen Ländern das Ihre dazu bei, den Prozeß der politischen Entscheidungsfindung zu erschweren. In einem Zeitraum von 18 Monaten gab es innerhalb des EWS häufigere und größere Paritätsanpassungen als in den ersten zweieinhalb Jahren seines Bestehens, wobei alle diese Anpassungen von ausgeprägten Kapitalbewegungen begleitet waren. Die kurzfristigen Kursausschläge der wichtigsten gegenüber dem Dollar frei beweglichen Währungen blieben beunruhigend stark. Die größte Sorge bereitete jedoch die – weitgehend auf das Mischungsverhältnis der amerikanischen Wirtschaftspolitik zurückzuführende – anhaltende Stärke des Dollars, die mittlerweile unhaltbare Leistungsbilanzverhältnisse schafft, eine Welle protektionistischen Drucks in den USA hervorruft und für eine Reihe von Ländern die positiven Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise deutlich abschwächt.

Es war weitgehend bereits von Anfang an abzusehen, daß ein Umschwenken der Desinflationspolitik nach langen Jahren inflationärer Verzerrungen erhebliche kurzfristige Kosten verursachen würde. Nur besonders optimistische Vertreter der Theorie „rationaler Erwartungen“ konnten hoffen, daß der von den Löhnen und Preisen ausgehende Druck ohne erhebliche Verluste von Produktion und Beschäftigung in den Industrieländern nachlassen würde. Ebenso wenig konnte angenommen werden, der Desinflationsprozeß habe keine einschneidenden Folgen für die übrige Welt. Es gab jedoch einfach keine sinnvolle Alternative: Je länger der entschlossene und international abgestimmte Kampf gegen die Inflation hinausgezögert worden wäre, um so größer wären nicht nur die zerstörenden Wirkungen der Inflation selbst, sondern auch die voraussichtlichen Kosten der Desinflation im Hinblick auf Produktion, Beschäftigung und größere finanzielle Anfälligkeit sowohl für die Industrieländer als auch weltweit gewesen.

Im letzten Jahresbericht wurde darauf hingewiesen, daß die politisch Verantwortlichen vor der schwierigen Alternative stünden, die Antiinflationpolitik fortzusetzen, die damals gerade Früchte zu tragen begann, aber noch nicht weit genug vorangekommen war, oder aber die ökonomische Aktivität der Weltwirtschaft ausreichend zu stützen, um eine wirkliche Krise zu vermeiden. Diese Perspektive des „schmalen Pfads der Wirtschaftspolitik“ bedarf nun in zweierlei Hinsicht der Aktualisierung. Auf der einen Seite kann man argumentieren, daß die im vergangenen Jahr zu verzeichnenden beträchtlichen Erfolge im Kampf gegen die Inflation den politischen Instanzen nunmehr – verglichen mit dem Vorjahr – etwas größeren Spielraum eröffnen, auf das konjunkturelle Niveau der Weltwirtschaft und seine nationalen und insbesondere internationalen finanziellen Implikationen Rücksicht zu nehmen. Auf der anderen Seite sollten die politisch Verantwortlichen weiterhin ein sinnvolles Gleichgewicht zwischen aktuellen Notwendigkeiten einerseits und den längerfristigen Zielen eines nachhaltigen und inflationsfreien Wachstums, eines gesunden internationalen Finanzsystems und einer reibungslos funktionierenden Zahlungsbilanzanpassung andererseits aufrechterhalten.

II. DER DESINFLATIONSPROZESS 1979-83

Schwerpunkte

In den vergangenen drei bis vier Jahren gingen die Industrieländer der westlichen Welt erstmals mit Entschlossenheit daran, die Inflation zu brechen. Die Ursprünge dieser inflationären Fehlentwicklung reichen weit zurück, vielfach bis in die Mitte der sechziger Jahre. Aber erst mit dem zweiten Ölpreisschock Ende der siebziger Jahre war der von der Inflation verursachte Schaden so allgemein und in seiner ganzen Tragweite der Öffentlichkeit bewußt geworden, daß eine derart umfassende Inflationsbekämpfung eingeleitet werden konnte.

Die eingesetzten Mittel beinhalteten im wesentlichen einen restriktiven Kurs sowohl der Geld- als auch, deutlich weniger ausgeprägt, der Finanzpolitik. Zunehmend wurden überdies frühere Ansätze einer Einkommenspolitik neu belebt oder verstärkt. In den Industrieländern als Ganzes ging allerdings der Desinflationsdruck bisher von indirekten Maßnahmen aus, wobei namentlich die Geldpolitik in den USA Vorreiter war.

Das Ziel der Desinflation ist bekanntlich, die Voraussetzungen für eine Rückkehr zu wirtschaftlichem Wachstum und einer annehmbaren Arbeitslosenquote zu schaffen. Gemessen an dieser Norm sind die bisher in den Zehnergruppenländern und der Schweiz erzielten Fortschritte ermutigend, wenn auch noch nicht ausreichend. Im Zeitraum 1979-83 kam es zu der ausgeprägtesten Eindämmung der inflationären Kräfte seit dem Einsetzen der Ölkrise vor zehn Jahren. Bis zum Frühjahr dieses Jahres hat sich der Verbraucherpreisanstieg im Durchschnitt auf rund 4¾% ermäßigt, verglichen mit einem Höchststand von über 13% zur Jahresmitte 1980.

Noch größere Bedeutung könnte einem maßvolleren Lohnverhalten zukommen, für das verstärkt Anzeichen erkennbar sind. Der Anstieg der Nominallöhne ist in jüngster Zeit auf etwa 6½% zurückgegangen, verglichen mit durchschnittlich rund 8¼% im Zeitraum 1965-72. Bei den Reallöhnen waren ebenfalls Ansätze einer größeren Flexibilität zu erkennen.

Auf der anderen Seite sind bisher nicht alle Länder von dieser Entwicklung erfaßt worden. Die Erfolge waren eher auf einige der größeren Länder, vor allem auf die USA und Großbritannien konzentriert, die zuvor ein hohes Inflationstempo aufwiesen, sowie Japan, Deutschland, die Niederlande und die Schweiz, wo die Wirkungen des zweiten Ölpreisschubs so gering wie möglich gehalten wurden.

Es trifft auch zu, daß ein Teil der allgemeinen Inflationsabschwächung auf sinkende Preise für Öl und andere Rohstoffe zurückgeführt werden kann und sich teilweise vielleicht als nur vorübergehend erweist.

Gleichzeitig jedoch konnte kein Land verhindern, in die weltweite Rezession hineingezogen zu werden. In den Ländern der Zehnergruppe sank die gesamtwirtschaftliche Produktion im letzten Jahr um ½%, mit der Folge, daß die Jahre

1980–82 mit $\frac{3}{4}\%$ Wachstum jährlich den niedrigsten Dreijahresdurchschnitt aufwiesen, der jemals seit Ende des Zweiten Weltkriegs für einen solchen Zeitraum ermittelt worden ist. Die Arbeitslosigkeit nahm weltweit stark zu und hat bis zum Frühjahr dieses Jahres einen Durchschnittswert von fast 9% erreicht. Der Anpassungsprozeß hat demnach noch einen weiten Weg zurückzulegen.

Eindeutig behindert wurde die Desinflation durch ein zögerliches Reagieren des binnenwirtschaftlichen Preis- und Lohngefüges auf die vom Markt ausgehenden Impulse, d.h. durch eine ungenügende Flexibilität. Überdies ließ es die Finanzpolitik an ausreichender Unterstützung fehlen. Insbesondere in den USA trugen die Aussichten auf anhaltende strukturelle Haushaltsdefizite dazu bei, daß der Realzins in der Tat sehr hoch blieb. Dies wiederum mag im letzten Jahr die Produktionsabschwächung über ein Zurückdrängen der Investitionsausgaben und einschneidende Sparprogramme, die in anderen Ländern und insbesondere den ölexportierenden Entwicklungsländern erforderlich wurden, verschärft haben.

Was die Zukunft angeht, so wird der endgültige Erfolg der Desinflationsbemühungen in erster Linie von der Lösung der finanzpolitischen Probleme und einem weiteren Rückgang der Zinssätze abhängen. Zweitens erfordert eine inflationsfreie konjunkturelle Erholung ein Andauern der maßvollen Preis- und Kostenentwicklung. Die Chancen für ein solches weiteres Maßhalten stehen angesichts zahlreicher Anzeichen zunehmender Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt günstig, zumal auch bei der Nachfrage eine eher begrenzte Erholung erwartet wird.

Desinflation: der Hintergrund

Im Verlauf der Jahre 1978 und 1979 wurde allmählich deutlich, daß die sich kumulierenden Ölpreiserhöhungen einen zweiten Ölchock bedeutenden Ausmaßes hervorzubringen drohten. Diese wachsende Erkenntnis der für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen brachte ihrerseits einen Grad von Entschlossenheit in die Politik, die zuvor im Kampf gegen die Inflation nicht zu finden war. Teilweise wirkten hier die bitteren Erfahrungen nach, die einige Länder während der ersten Ölkrise gemacht hatten. Der Verbraucherpreisanstieg hatte damals einen Höchstwert von durchschnittlich rund 15% erreicht, wobei einige große Länder wie Japan, Italien und Großbritannien Teuerungsraten von 20 bis 30% aufwiesen. Dann, in der zweiten Ölkrise, kletterte in den USA selbst die Inflationsrate auf einen neuen Nachkriegshöchststand von etwa 15%, und es gab deutliche Hinweise dafür, daß die Teuerungswelle außer Kontrolle geraten könnte.

Deshalb war es das vorrangige Ziel der politisch Verantwortlichen, dem zweiten Ölpreisschock in der festen Absicht entgegenzutreten, die Sekundäreffekte auf die inländischen Kosten und Preise so gering wie möglich zu halten. Daneben aber ergab sich noch ein längerfristiger Aspekt für eine konzertierte Desinflationspolitik. Es wurde erkannt, daß die Inflationszuspitzung der späten siebziger Jahre, was immer die aktuellen Ursachen waren, in ihrer Entstehung über einen Zeitraum von zehn bis fünfzehn Jahren zurückverfolgt werden konnte. Verschiedene Gründe sind hier zu nennen: beispielsweise die Überschußnachfrage in Zusammenhang mit dem

Vietnamkrieg, die veränderten Strukturen und Verhaltensweisen auf dem Arbeitsmarkt sowie – nicht völlig losgelöst davon – das wachsende Eingreifen des Staates in die Wirtschaft.

Gleichzeitig war zunehmend deutlich geworden, daß diese langfristig angelegte Inflationsbeschleunigung mit einer bedeutenden Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Situation in Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung einherging. Ein Aspekt dieser Verschlechterung, nämlich die allgemeine Abschwächung des Produktivitätswachstums, war seinerseits ein weiterer Faktor, der die Preise über den Einfluß auf die Lohnstückkosten weiter nach oben trieb. Jedenfalls war es wohl nicht überraschend, daß sich die Einsicht verstärkte, die Inflation selber könnte zumindest eine der Hauptursachen für die allgemein schlechtere Wirtschaftslage sein. Wenn dem so war, brauchte die Inflationsbekämpfung – jedenfalls auf mittlere bis lange Sicht – nicht zwangsläufig zu Lasten von Wachstum und Beschäftigung zu gehen. Vielmehr konnte sie entscheidend dazu beitragen, das frühere Einkommens- und Beschäftigungsniveau wieder zu erreichen.

Vielleicht war es ein Glück, daß diese Einstellung zu den längerfristigen Inflationsfolgen sich bereits einige Zeit vor Ausbruch der zweiten Ölkrise gefestigt hatte. Denn als diese eintrat, wurde der notwendige entschiedenere wirtschaftspolitische Kurs damit leichter durchsetzbar, als es 1974/75 der Fall gewesen war. Die Chancen, ein weiteres größeres Hochhebeln der Inflation vermeiden zu können, erhöhten sich somit.

Nicht fest stand hingegen, wie hoch die kurzfristigen Kosten einer entschiedenen betriebenen Desinflation sein würden. Der gewählte wirtschaftspolitische Ansatz war in einem gewissen Sinn paradox. Einerseits erforderte die Lage, gerade angesichts der für eine Inflationsbekämpfung allgemein günstigen Stimmung, sowohl einen eindeutigen wirtschaftspolitischen Kurs als auch die Bereitschaft und Entschlossenheit, einen solchen Kurs selbst in Anbetracht erheblicher kurzfristiger Kosten in Form von Arbeitslosigkeit und Produktionsausfällen beizubehalten. Andererseits: Je überzeugender das Engagement für die Desinflationpolitik war, desto geringer mochten diese kurzfristigen Kosten ausfallen.

Mit anderen Worten: Je stärker glaubwürdige monetäre Zielvorgaben die Preis- und Lohnerwartungen beeinflussten, desto eher konnte die Inflation zurückgehen, ohne ernsthaft die Produktion zu beeinträchtigen. Die Aufteilung der nominalen Nachfrage in die reale und die preisliche Komponente könnte – so hoffte man – durch den Effekt der Bekanntgabe von Geldmengenzielen günstig beeinflusst werden. Aber selbst wenn dies nicht eintreten sollte, ließ die Situation nach Meinung der Politiker jedenfalls keine andere Wahl zu. Insbesondere von der Geldpolitik war nicht zu erwarten, daß sie ständig jede Preissteigerung, die sich aus dem Zusammenwirken verschiedenster Markt- und Nichtmarktkräfte ergab, alimentierte.

Somit entzog es sich weitgehend einer direkten wirtschaftspolitischen Kontrolle, inwieweit der Desinflationsprozeß in der Folge einen „graduellen“ Verlauf nehmen würde. Es gab aber noch zwei weitere Faktoren, die hierbei wohl von Bedeutung waren. Als erstes stellte sich die Frage, wie genau die internationalen Auswirkungen eines konzertierten Vorgehens in ihrer Gesamtheit bedacht worden

waren. Zweitens war zu fragen, inwieweit es einer Hilfestellung von seiten der Finanzpolitik bedurfte. Unzulänglichkeiten auf einem oder beiden Gebieten würden zweifelsohne die Gefahr in sich tragen, daß die Rezession tiefer als erwartet ausfallen würde, vielleicht sogar tiefer, als es für ein Gelingen der Desinflation erforderlich wäre.

Desinflation von 1979 bis Frühjahr 1983

Ein bedeutendes, anfängliches Merkmal der so verfolgten Antiinflationstrategie war, daß – jedenfalls in einigen wichtigen Fällen – relativ direkte Methoden vermieden wurden, die die eine oder andere Art von Preis- und Einkommenspolitik beinhaltet hätten. Dies wiederum machte es notwendig, daß man sich vergleichsweise stark auf die herkömmlichen, indirekten Mittel der Geld- und Finanzpolitik stützte. Innerhalb dieses Bereichs wurde die Betonung auf die Steuerung der Geldmenge gelegt, wobei mancherorts frühere geldpolitische Ansätze und darin enthaltene monetäre Ziele bestätigt oder gestrafft wurden.

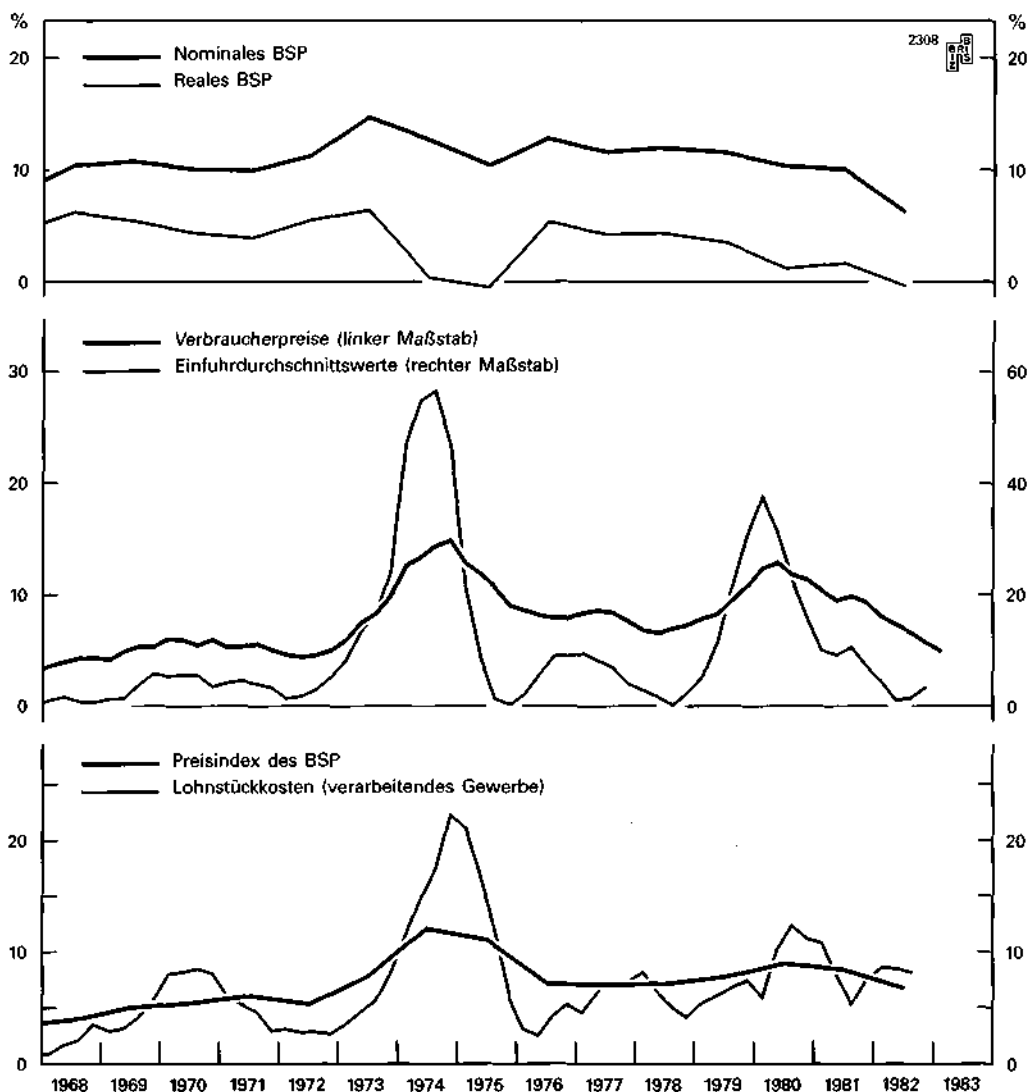
Ein möglicher Anknüpfungspunkt für die Analyse der nachfolgenden Entwicklungen besteht darin, die Veränderung des nominalen Bruttosozialprodukts zu untersuchen. Damit ist nicht gesagt, daß sich diese Entwicklungen ohne weiteres mit den implizit in den monetären Zielvorgaben enthaltenen Wünschen der Wirtschaftspolitiker deckten. In einem späteren Abschnitt über die Nachfrage wird denn auch die Meinung vertreten, daß sich schließlich im letzten Jahr das Wachstum der Nominaleinkommen stärker abschwächte, als zu erwarten gewesen war. (Auch trifft es nicht unbedingt immer zu, daß Veränderungen der Einkommen den Preisveränderungen vorausgehen: Die Kausalität kann entgegengesetzt verlaufen, insbesondere im Falle exogener Preisbewegungen.) Gleichwohl liegt hier ein geeigneter Ausgangspunkt für die Analyse.

Wie aus der gegenüberstehenden Grafik hervorgeht, ist seit 1979 die Wachstumsrate der Nominaleinkommen in den Ländern der Zehnergruppe im gewogenen Durchschnitt stark gesunken, mit einer besonders ausgeprägten Abschwächung im Jahr 1982. In der Tat war die Wachstumsrate im vergangenen Jahr mit rund 6% die niedrigste seit über zwei Jahrzehnten.

Die Verlangsamung des Verbraucherpreisanstiegs ging bisher nicht besonders rasch vonstatten, teilweise vielleicht deshalb, weil die so gemessene Desinflation erst im vergangenen Jahr in voller Stärke in Erscheinung trat. Sie war indes nachhaltig, mit dem Ergebnis, daß sich die durchschnittliche Inflationsrate der Zehnergruppenländer bis März dieses Jahres auf 4,8% zurückgebildet hat, verglichen mit einem Höchststand von 13½% zur Jahresmitte 1980 und einer jahresdurchschnittlichen Teuerung von 3¼% in den sechziger Jahren. Die derzeitige Inflationsrate ist damit die niedrigste seit dem Einsetzen des Öl- und Rohstoffpreisschocks im Jahr 1973.

Was die Produktionskosten angeht, so zeigt die Grafik auch, daß ein bedeutender Beitrag zum Inflationsrückgang von niedrigen Importpreisen kam, die hauptsächlich die Entwicklung der Rohstoffpreise widerspiegeln. Die Preise für Rohstoffe (ohne Öl) fielen von ihrem Höchststand gegen Ende 1980 bis Ende letzten Jahres in Dollar gerechnet um rund 35%; allerdings zeigte sich in letzter Zeit wieder eine

Länder der Zehnergruppe: Ausgewählte Indikatoren von Inflation und Desinflation 1968–83*

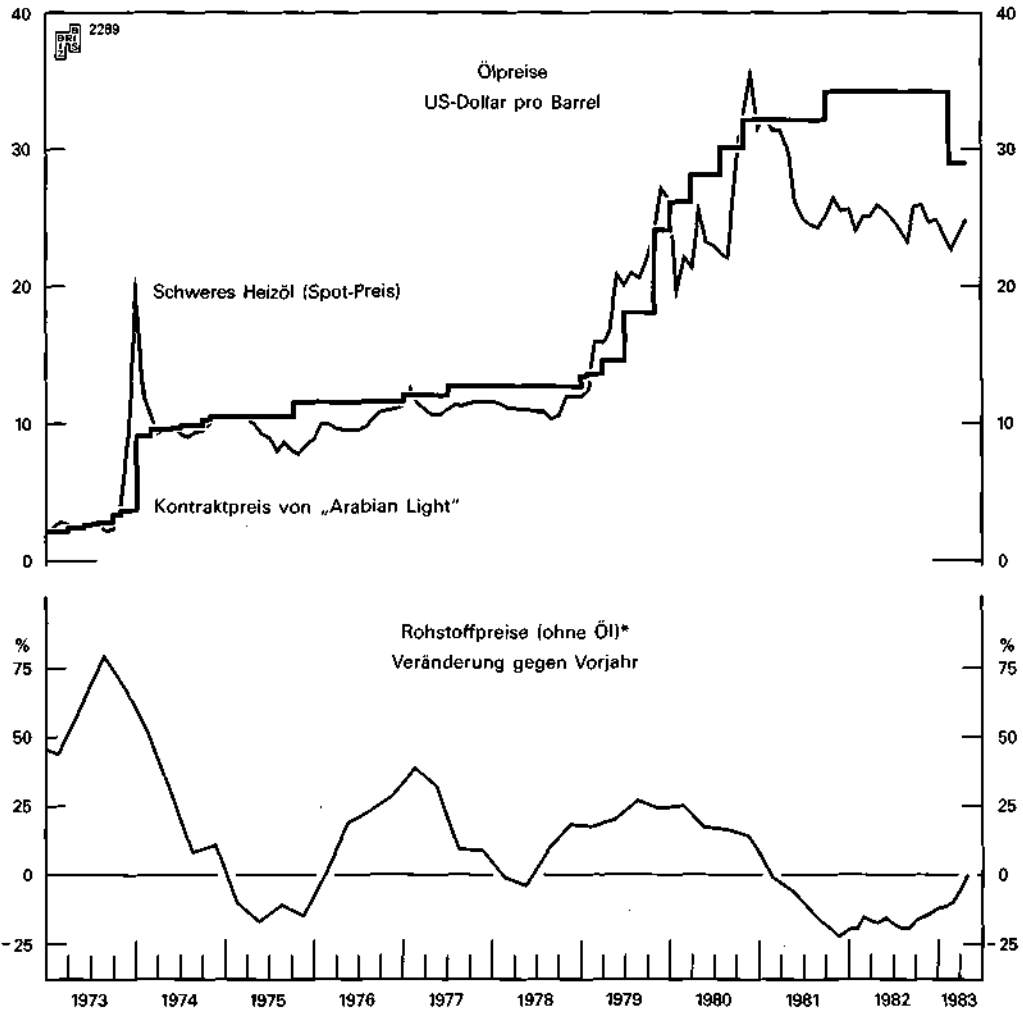


* Alle Indizes sind gewogene Durchschnitte, wobei die Gewichte den Anteilen am Bruttonsozialprodukt in US-Dollar von 1981 entsprechen. Dargestellt wird ihre Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent.

leichte Aufwärtsbewegung. Noch spektakulärer war vielleicht, daß der offizielle Kontraktpreis für Öl, nachdem die Spot-Preise bereits seit fast zwei Jahren gedrückt waren, im Frühjahr dieses Jahres von \$ 34 auf \$ 29 je Barrel sank, der erste Rückgang dieser Größenordnung seit Einsetzen der Ölkrise vor einem Jahrzehnt.

Andererseits waren die Fortschritte bei der Eindämmung des Lohnstückkostenanstiegs – der wesentlichen Komponente der inländischen Produktionskosten – geringer. Es trifft zwar zu, wie die obenstehende Grafik zeigt, daß sich während des zweiten Ölshocks eine Lohnkostenexplosion wie die von 1973/74 nicht wiederholt hat. Da jedoch das Produktivitätsergebnis schwach war, konnte sich der

Weltmarktpreise: Öl und übrige Rohstoffe



* Economist-Index auf US-Dollar-Basis.

maßvollere Anstieg der Nominallöhne noch nicht voll in günstigeren Stückkosten niederschlagen.

Gleichwohl dürfte die Grafik einen zu pessimistischen Eindruck vom Fortschritt an der Lohnfront vermitteln. Zum einen war 1982 ein besonders schlechtes Jahr für das Produktivitätswachstum. Das Ergebnis nahe Null für die Länder der Zehnergruppe insgesamt war aufs stärkste beeinflusst von kurzfristigen Produktionsentwicklungen, namentlich in Nordamerika. Zum anderen zeigen sich positive Anzeichen einer ausgeprägteren Abschwächung auf dem so überaus wichtigen Gebiet des Lohnwachstums, wenn man die Entwicklung der Nominallöhne insbesondere der jüngeren Vergangenheit eingehender untersucht (s. unten auf S. 19).

Betrachtet man jedes Land für sich, so zeigt sich, daß nunmehr praktisch alle Länder der Zehnergruppe einen Inflationsrückgang verzeichnen. Doch bestanden

zwischen den Ländern erhebliche Unterschiede hinsichtlich des Zeitpunkts, Tempos und Ausmaßes der einzelnen Rückgänge.

Zunächst einmal mag es bereits Unterschiede im Grad der Verpflichtung der Wirtschaftspolitik zur Desinflation gegeben haben, obwohl dies nicht genau meßbar ist. Die nachstehende Tabelle zeigt eine Abschwächung im Wachstum des nominalen Volkseinkommens vom Zeitraum 1976–78 bis zum Jahr 1982. Als Indikator der Desinflationsverpflichtung ist dies gewiß nicht eindeutig. Immerhin stimmt die Tabelle bis zu einem gewissen Grad mit den vorherigen intuitiven Annahmen überein. So führen die USA und Großbritannien die Liste in bezug auf den verzeichneten Rückgang des Nominalwachstums an. Am anderen Ende des Spektrums findet sich Frankreich, wo es zu keiner Abschwächung kam. Im Falle Kanadas und der Niederlande mag eine unerwartet schwache inländische wie ausländische Nachfrage eine größere Rolle als andernorts gespielt haben. Diese Besonderheit könnte indes- sen, wie später noch gezeigt wird, in den meisten Ländern, wenn auch unterschiedlich stark, vorhanden gewesen sein.

Nominaleinkommen und Veränderung des Verbraucherpreisanstiegs

	Zunahme des nominalen BSP			Verbraucherpreisanstieg				
	Durchschnitt 1976–78	1982 ¹	Ver- änderung der Zunahme	Durchschnitt 1976–78	1982	Veränderung des Verbraucherpreisanstiegs von		
	1976–78 bis 1982							Ende 1979 bis März 1983
	Prozent oder Prozentpunkte							
USA	11,5	4,1	-7,4	6,6	6,2	-0,4	- 9,7	
Großbritannien	16,3	9,0	-7,3	13,5	8,6	-4,9	-12,6	
Kanada	12,1	5,3	-6,8	8,2	10,8	+2,6	- 2,6	
Niederlande	10,5	4,5	-6,0	6,4	6,0	-0,4	- 2,1	
Japan	11,0	5,1	-5,9	7,2	2,7	-4,5	- 3,4	
Deutschland (BR)	7,8	3,7	-4,1	3,6	5,3	+1,7	- 1,9	
Italien	21,0	17,1	-3,9	16,1	16,6	+0,5	- 3,4	
Belgien	9,6	7,2	-2,4	6,9	8,7	+1,8	+ 3,8	
Schweden	10,9	8,8	-2,1	10,6	8,6	-2,0	- 1,4	
Frankreich	13,8	14,1	+0,3	9,4	11,8	+2,4	- 2,9	
Schweiz	2,7	5,7	+3,0	1,4	5,6	+4,2	- 0,4	
Durchschnitt ²	11,8	6,0	-5,8	7,7	7,0	-0,7	- 6,4	

¹ Vorläufig. ² Unter Verwendung der BSP-Gewichte und Wechselkurse von 1981.

Wie dem auch sei, die Ursachen der Veränderung des nominalen Bruttosozialprodukts dürften, so relevant sie für die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen sein mögen, theoretisch von geringerer Bedeutung für den bewirkten Inflationsrückgang sein. Tatsächlich verbuchten jene zwei Länder, die die stärkste Wachstumsverlangsamung der Einkommen aufwiesen, Großbritannien und die USA, seit 1979 eindeutig die größten Erfolge bei der Bekämpfung der Inflation, wenngleich die Teuerungsrate im Falle Großbritanniens 1979 durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer

stark angehoben worden war. Auch Japan sollte man besondere Erfolge im Kampf gegen die Inflation zubilligen. Nominaleinkommen und Inflation wurden bereits vor dem zweiten Ölpreisschock unter Kontrolle gebracht, so daß nunmehr die Teuerung in Japan als Folge der seitdem weiter erzielten Fortschritte nur rund 2% beträgt.

Andererseits wiesen zwar alle Länder bis zu einem gewissen Grad eine verzögerte Reaktion der Preise auf, doch in einigen verging beträchtliche Zeit, bis sich der Verbraucherpreisanstieg gegenüber dem Höchstwert während des zweiten Ölpreisschubs merklich zurückgebildet hatte. Eine Gruppe umfaßt die Länder mit relativ hoher Inflation: Frankreich, Italien und Schweden. Eine andere Gruppe mit niedrigerer Inflation, bestehend aus Belgien, Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz, verzeichnete 1981 und bis in das Jahr 1982 hinein noch einen leichten tendenziellen Anstieg ihrer Inflationsraten. In allen diesen Fällen war indes die Inflation bereits vor der zweiten Ölkrise niedrig gewesen und hatte sich während des Schocks nicht allzusehr beschleunigt, so daß die jüngsten Teuerungsraten, mit der möglichen Ausnahme Belgiens, erfreulich niedrig liegen (s. Tabelle).

Entwicklung der Verbraucherpreise

	Veränderung gegen Vorjahr								
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1983
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	März
	Prozent								
USA	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	3,9	3,6
Japan	5,3	21,9	10,4	3,6	5,7	7,5	4,3	1,8	2,3
Deutschland (BR) ..	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,5	6,3	4,6	3,5
Niederlande	7,9	10,8	8,5	4,0	4,8	6,7	7,2	4,3	2,7
Belgien	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,1	8,9
Schweiz	6,9	7,6	1,3	0,7	5,2	4,4	6,6	5,5	4,8
Großbritannien	7,6	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	5,4	4,6
Italien	7,3	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	16,3	16,4
Schweden	6,1	11,5	9,5	7,3	9,8	14,1	9,2	9,6	8,4
Frankreich	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	9,7	8,9
Kanada	5,1	12,3	5,9	8,4	9,8	11,2	12,1	9,3	7,2
Österreich	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	4,7	3,5
Dänemark	7,0	15,6	13,0	7,1	11,8	10,9	12,2	9,0	7,5
Finnland	7,1	16,9	12,4	6,4	8,6	13,8	9,9	9,0	7,5
Griechenland	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	19,1	23,1
Irland	8,2	20,0	20,6	8,0	15,9	18,2	23,3	12,3	12,5
Norwegen	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,7	9,2
Spanien	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	13,9	12,8
Gewogener Durchschnitt der Zehnergruppe*	5,1	14,5	7,8	7,3	11,2	11,6	9,0	5,6	4,8

* Zusammengewogen mit den Anteilen am Bruttonationalprodukt von 1981.

Die unterschiedlichen Auswirkungen der Wechselkurse. Eine wichtige Ursache für diese Entwicklungen lag in den Wechselkursbewegungen. Sie waren weitgehend ein Reflex des starken Dollars, dessen gewogener Außenwert vom dritten Quartal

1980 bis Oktober letzten Jahres um rund 35% stieg. Es ist allerdings unmöglich, als Bestimmungsgrund für die unterschiedliche Inflationsentwicklung einen völlig unabhängigen Wechselkursfaktor – unabhängig nämlich von graduellen Unterschieden im Desinflationkurs – aus dem Gesamtzusammenhang herauszulösen. Gleichwohl deutet die Tatsache, daß zahlreiche Beobachter von einem „Überschießen“ von Wechselkursen sprechen, darauf hin, daß zumindest ein Teil der eingetretenen Wechselkursveränderungen quasi exogener Natur war. Zudem gab es in den vergangenen zwei Jahren in Europa verschiedene eigenständige Währungsabwertungen, so namentlich in Schweden, Frankreich und Belgien.

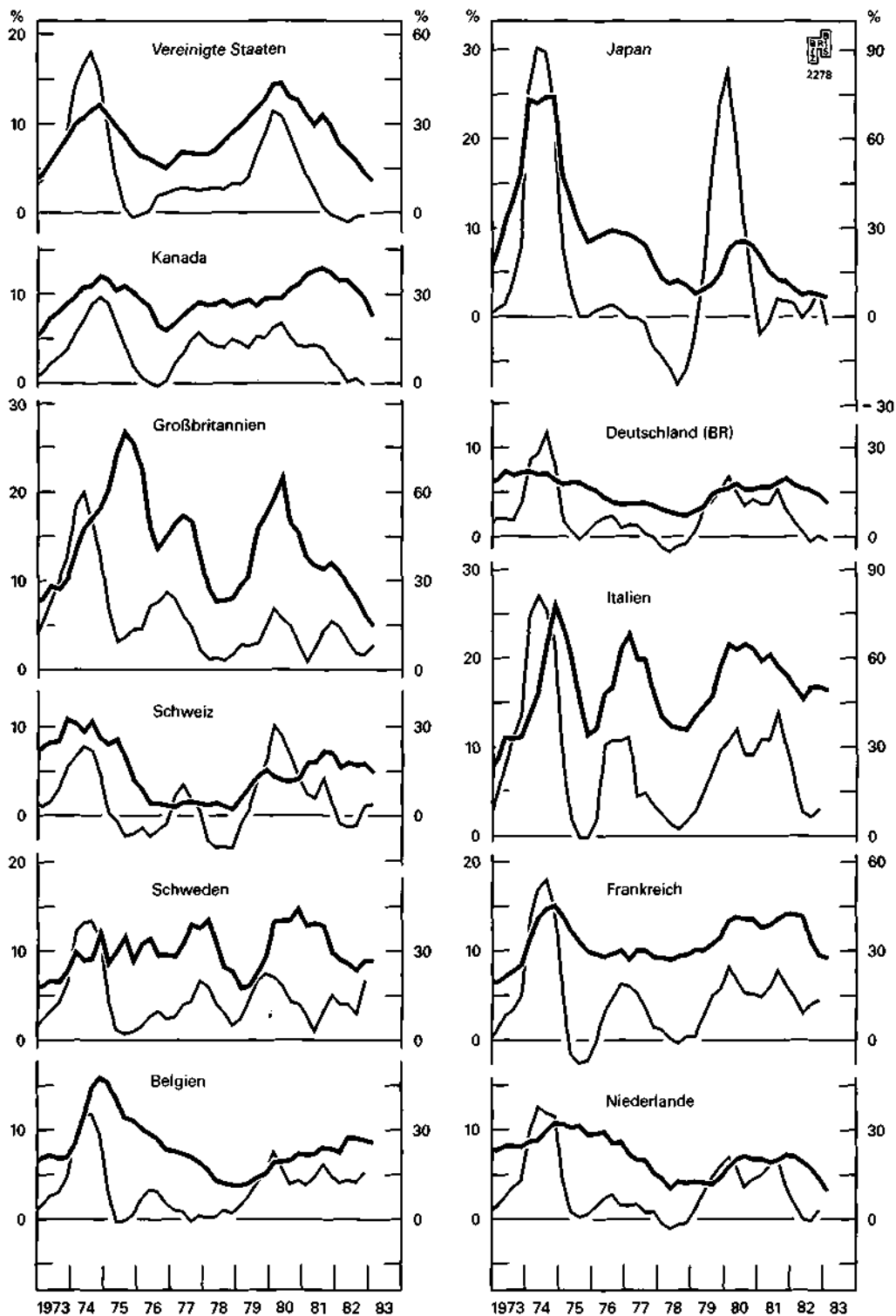
Die umstehende Grafik zeigt jedenfalls, daß sich in jenen Ländern, die am längsten auf Erleichterungen von Seiten der Importpreisteigerungen zu warten hatten, zumeist auch die Abschwächung der Inflation verzögerte. So war denn in den Ländern mit eher hoher Inflation der zweite Gipfelpunkt der Importpreise im dritten Quartal 1981 fast so hoch wie der in der zweiten Ölkrise, im Falle Italiens lag er sogar höher. Und obwohl diese Länder im letzten Jahr eine gewisse Erleichterung bei den Einfuhrpreisen zu spüren bekamen, begannen die Importkosten in Schweden und Frankreich gegen Ende des Jahres, beeinflusst von erneuten Abwertungen, wieder anzuziehen. Im Falle Frankreichs war freilich die letztjährige Abwertung des Frankens von Preis- und Lohnkontrollen begleitet, um den inflationären Einfluß der Abwertung zu begrenzen. Auch die schwedischen Behörden verfügten einen befristeten Preisstopp als flankierende Maßnahme zu der starken Abwertung der Krone im Oktober.

Die Kehrseite der Abwertungsmedaille besteht zwangsläufig in der Wertsteigerung der Währung eines oder mehrerer anderer Länder mit ihren wahrscheinlich günstigen Preiseffekten. In der Tat zeigt die Grafik, daß die USA hieraus erhebliche Vorteile zogen, als die Importpreise in Dollar im vergangenen Jahr effektiv zu sinken begannen. Auch Großbritannien profitierte vorübergehend von dem kräftigen Kursanstieg des Pfundes im Jahr 1980, wenngleich sich der Effekt im darauffolgenden Jahr mit dem starken Kursanstieg des Dollars umzukehren begann. Im Falle Großbritanniens waren viele Beobachter zudem der Ansicht, daß 1979 das Verbraucherpreisniveau unnötigerweise durch eine starke Erhöhung der indirekten Steuern angehoben worden war und die daraus resultierenden späten Sekundärwirkungen einige der möglichen Vorteile des festen Wechselkurses teilweise zunichte gemacht haben dürften. In Italien führte die dringend notwendige Haushaltskonsolidierung ebenfalls zu einer starken Anhebung der indirekten Steuern und staatlichen Gebühren, deren direkte Auswirkungen die angesichts sich abschwächender Importpreise erwartete Verlangsamung der Inflation hinausgezögert haben. In Kanada schließlich waren die Energiepreisschübe durch das Konzept einer graduellen Anpassung der inländischen Energiepreise an das Weltniveau zeitlich gestreckt worden.

Jedenfalls ist es bemerkenswert, daß eindeutig günstige Preiseffekte eines hohen Wechselkurses nur bei starken Sekundärwirkungen – insbesondere auf die Lohnkosten – zu beobachten waren. Andernfalls dürfte der daraus resultierende Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit es erforderlich machen, entweder die Nachfrage und Produktion stärker zu drosseln oder den Wechselkursanstieg selbst umzukehren.

Entwicklung der Verbraucherpreise und der Einfuhrdurchschnittswerte

— Verbraucherpreise (linker Maßstab)
— Einfuhrdurchschnittswerte (rechter Maßstab)



Verändertes Lohnverhalten. Gerade in der Lohnentwicklung könnten jedoch rückblickend einige Anzeichen erkennbar geworden sein, daß der Desinflationsprozeß im Jahr 1982 grundlegendere Ergebnisse zu erbringen begann. Denn im gewogenen Durchschnitt ging der Anstieg der Nominallöhne in den Ländern der Zehnergruppe offenbar auf den niedrigsten Wert seit der Zeit vor 1973 zurück und lag in der Tat fast 2 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Jahre 1965-72. Mit anderen Worten: Die Weltwirtschaft erlebte die erste echte Eindämmung des Nominallohnauftriebs seit Beginn der Ölkrise vor zehn Jahren. Auch bei den Realöhnen gibt es erfreuliche Anzeichen einer größeren Flexibilität: Der Anstieg lag 1982 - nach drei Jahren absoluten Rückgangs - noch immer um mehr als 2½ Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Jahre 1965-72.

Natürlich gibt es zahlreiche Vorbehalte, die zu berücksichtigen sind, bevor man hieraus Schlußfolgerungen für die Zukunft ziehen kann. Erstens ist diese Entwicklung sehr neu, wenn auch erste Anzeichen hierfür bereits im letztjährigen Bericht erwähnt wurden. Zweitens ging der Fortschritt nicht überall ausreichend weit.

Entwicklung der nominalen und realen Löhne

	Nominallöhne ¹					Reallöhne ²				
	1965-72	1979	1980	1981	1982	1965-72	1979	1980	1981	1982
	Durchschnittlicher jährlicher Anstieg in Prozent	Veränderung im Dezember gegen Vorjahr in Prozent				Durchschnittlicher jährlicher Anstieg in Prozent	Veränderung im Dezember gegen Vorjahr in Prozent			
USA	6,0	8,0	8,6	7,5	5,0	1,8	-4,7	-3,4	-1,3	1,1
Japan	13,4	5,6	5,3	5,5	4,9	7,6	0,0	-2,0	1,1	3,1
Deutschland (BR)	8,3	4,8	7,5	5,1	4,0	4,9	-0,6	2,0	-1,1	-0,6
Frankreich	9,6	13,8	15,4	16,4	12,6	4,6	1,8	1,5	2,1	1,7
Großbritannien	8,6	19,6	19,5	10,0	7,7	2,8	2,0	3,8	-1,8	2,2
Italien	8,6	22,5	21,6	22,9	15,9	5,0	2,3	0,4	4,2	-0,4
Kanada	7,6	9,4	11,6	12,7	9,2	3,6	-0,4	0,3	0,5	-0,1
Belgien	9,7	8,4	10,2	10,3	3,8	5,6	3,1	2,5	2,0	-4,0
Niederlande	9,7	4,3	4,1	4,4	6,6	3,9	-0,5	-2,4	-2,6	2,2
Schweden	9,6	8,4	11,9	6,8	6,9	4,3	-1,2	-1,9	-2,2	-2,5
Schweiz	6,3	2,6	6,4	5,9	6,3	1,9	-2,5	1,9	-0,7	0,8
Zehnergruppe insgesamt ³	8,3	9,3	10,0	8,8	6,5	3,7	-1,7	-1,2	-0,3	1,1
Österreich	8,4	5,9	7,0	7,9	6,4	4,2	1,1	0,3	1,4	1,6
Dänemark	11,8	13,6	8,5	10,5	9,3	6,1	1,6	-2,1	-1,5	0,3
Finnland	11,0	8,4	16,1	10,5	8,8 ⁴	5,3	-0,2	2,1	0,6	-0,2 ⁴
Griechenland	9,4	22,5	25,0	27,6	36,5	6,3	-1,8	-1,0	4,1	10,9
Irland	12,4	18,1	21,3	13,6	15,5 ⁴	5,8	1,9	2,6	-7,9	-1,4 ⁴
Norwegen	9,5	0,9	15,5	7,3	10,6 ⁴	3,9	-3,6	1,6	-4,1	-0,2 ⁴
Spanien	13,9	19,5	20,5	16,2	15,9 ⁵	7,5	3,4	4,7	1,5	2,4 ⁵

¹ Stundenverdienste im verarbeitenden Gewerbe, außer in Frankreich, Italien, Großbritannien (1965-72), den Niederlanden, der Schweiz (1965-72) und Österreich, wo sich die Zahlen auf Stundentariflöhne beziehen. ² Nominallöhne deflationiert mit dem Preisindex des privaten Verbrauchs. ³ BSP-Gewichte und Wechselkurse von 1981. ⁴ Drittes Quartal. ⁵ November.

Wie aus der vorstehenden Tabelle hervorgeht, müssen Italien, Frankreich und Kanada als Ausnahmen von der globalen Feststellung gelten, jedenfalls bis letztes Jahr. Die wichtigste Einschränkung ist aber vielleicht, daß die Abschwächung des Lohnanstiegs nur vor dem Hintergrund von Arbeitslosenquoten zustande kam, die die höchsten seit dem Ende der Wiederaufbauphase unmittelbar nach dem Krieg sind. Schließlich ist zu bedenken, daß die mit einer angemessenen Entwicklung der Inlandspreise vereinbare Steigerungsrate der Nominallöhne überall in demselben Maße zurückgegangen ist wie die langfristige Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität.

Von diesen Einschränkungen abgesehen, deuten das Ausmaß der bereits in den Statistiken ausgewiesenen Veränderung ebenso wie sonstige Anzeichen und bekanntgewordene staatliche Initiativen, die zu einer erfolgreichen Modifizierung der Lohnindexklauseln führten, darauf hin, daß mehr als nur konjunkturelle Einflüsse am Werk waren. Die USA und Großbritannien haben im übrigen bei dieser Gelegenheit einkommenspolitische Ansätze ausdrücklich abgelehnt und scheinen dennoch eine ausgeprägte Veränderung der Lohnentwicklung verzeichnet zu haben. Im letztgenannten Land blieb der jüngste Lohnanstieg um mehr als 10 Prozentpunkte unter dem vor nur zwei Jahren. In den USA gab es offenbar im Interesse der Erhaltung von Arbeitsplätzen sogar Fälle effektiver Lohnsenkungen.

Andererseits bestand in den westlichen kontinentaleuropäischen Ländern an sich seit jeher eine pragmatischere Einstellung zur Einkommenspolitik. Dort geht der angestrebte Fortschritt nicht nur allein aus den Lohnstatistiken hervor, sondern fand vielerorts auch seinen konkreten Ausdruck im erfolgreichen Abschluß landesweit geltender Lohnbeschränkungsabkommen. Diese beinhalteten vielfach die Aufhebung oder Änderung der Lohnindexierung, die in Zeiten externer Preishocks die Inflation ernstlich verschlimmert hatte. In Italien beispielsweise kamen Regierung und Sozialpartner Anfang dieses Jahres überein, die Indexierungsvorteile der „scala mobile“ um 15% zu verringern. Darüber hinaus werden Anhebungen der indirekten Steuern und staatlichen Gebühren künftig keinen Einfluß mehr auf den einschlägigen Preisindex nehmen können. In Dänemark galt von Oktober letzten Jahres bis März diesen Jahres ein allgemeiner Lohnstopp; seitdem haben die Arbeitnehmer trotz einer Aussetzung der automatischen Lohnindexierung einem relativ niedrigen Lohnabschluß mit Geltung für zwei Jahre zugestimmt. Auch in den Niederlanden vermochte die Regierung staatliche Lohn- und Preiskontrollen aufzuheben, als der Dachverband der Gewerkschaften und die industriellen Arbeitgeber im November letzten Jahres den Verzicht auf eine am 1. Januar fällige 2½prozentige Lohnanpassung an die Lebenshaltungskosten vereinbarten. Ebenso einigte sich in Schweden der Arbeitgeberverband mit den Gewerkschaften im März dieses Jahres auf einen günstigen Lohnabschluß im privaten Sektor. Die französische Lohnindexierung für den öffentlichen Sektor wurde im letzten Jahr ebenfalls aufgehoben. In Belgien schließlich wurde im vergangenen Winter nach längeren Bemühungen der Regierung eine Mischung aus staatlich verfügbarer und freiwilliger Vereinbarung in Kraft gesetzt, die die früheren Indexierungsbestimmungen wirksam veränderte. Es gibt auch Anzeichen dafür, daß diese Vorkehrungen erste Ergebnisse in Gestalt eines Rückgangs der Reallöhne zeitigen, der für eine erfolgreiche Anpassung nach der Abwertung notwendig ist.

Die Lockerung der Indexierungsbestimmungen läßt denn auch allgemein eine größere Flexibilität der Reallöhne auf längere Sicht erwarten. Ein solch flexibleres Verhalten wäre nicht nur für die Inflationseindämmung von Bedeutung, sondern dürfte auch für die Schaffung neuer und die Bewahrung alter Arbeitsplätze hilfreich sein. Somit ist es von größter Wichtigkeit, daß die bedeutenden Fortschritte, die bislang auf dem Feld der Lohnmäßigung erzielt wurden, bei einem Konjunkturaufschwung erhalten bleiben. Die Lohnentwicklung der jüngsten Vergangenheit bildet denn auch selber eine der Vorbedingungen für das Ingangsetzen einer solchen Wirtschaftserholung.

Produktion und Nachfrage

Wendet man sich der Produktionsentwicklung und der „realen“ Wirtschaft im allgemeinen zu, so wird sofort deutlich, daß der Desinflationsprozeß im Verlauf von einer tiefen Rezession begleitet war. Weiter oben war angemerkt worden, daß 1982 die Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts in den Ländern der Zehnergruppe rund 6% betrug und damit etwa 6 Prozentpunkte unter dem Durchschnittswert der Jahre 1976–78 lag. Eine ähnliche Abschwächung ergab sich bei den Verbraucherpreisen dann, wenn man den Zeitraum von Ende 1979 bis März 1983 zugrunde legt – also mit einer zeitlichen Verzögerung. Ein sinnvoller Vergleich mit der Produktion erfordert allerdings eine Bezugnahme auf die während des Zeitraums der Einkommensabschwächung gemessene Verlangsamung der Preissteigerungen. Desgleichen ist es notwendig, allein die Preise der inländischen Produktion zu betrachten, also den Deflator des BSP, in dem die direkten Effekte der Importpreisbewegungen und die meisten Zinseffekte nicht enthalten sind. Verfährt man auf diese Weise, so zeigt der Vergleich, ohne dabei dem letztthin im Bereich des Verbraucherpreisanstiegs verzeichneten Erfolg zu widersprechen, daß die zeitlich verzögerte Abschwächung der Inflation ernste Folgen für das Produktionsvolumen hatte. Denn vom Zeitraum 1976–78 bis 1982 fiel die durchschnittliche Jahresveränderungsrate des BSP-Deflators nur um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt, d.h. von $7\frac{1}{4}$ auf $6\frac{3}{4}$ %. Während dieser Zeit schlug sich somit die Desinflation beim Wachstum des Nominaleinkommens großteils als Wachstumsverlangsamung der realen Erzeugung nieder. Das reale Wachstum des Bruttosozialprodukts in den Ländern der Zehnergruppe, das im Zeitraum 1976–78 durchschnittlich $4\frac{1}{4}$ % jährlich betragen hatte, verlangsamte sich stark und mündete im letzten Jahr in einen Produktionsrückgang von ca. $\frac{1}{2}$ % (s. umstehende Tabelle).

Folglich wies der Zeitraum 1980–82, auch wenn bereits 1975 während der ersten Ölkrise ein geringer einjähriger Produktionsrückgang zu verzeichnen war, die niedrigste durchschnittliche Wachstumsrate einer Dreijahresperiode seit Kriegsende auf. Seit 1979 hat sich das reale Bruttosozialprodukt durchschnittlich nur um $\frac{3}{4}$ % jährlich erhöht. Die zuvor niedrigste Dreijahresrate hatte bei $1\frac{3}{4}$ % jährlich im Durchschnitt der Jahre 1974–76 gelegen (und davor im Zeitraum 1956–58 bei durchschnittlich $2\frac{1}{4}$ % jährlich). Bedenkt man, daß die jüngste Periode mit einer gemessen an der Nachkriegsära hohen Arbeitslosenquote begann, dann überrascht es nicht, daß die Arbeitslosenzahlen nunmehr in den meisten Ländern neue Höchstwerte erreicht haben.

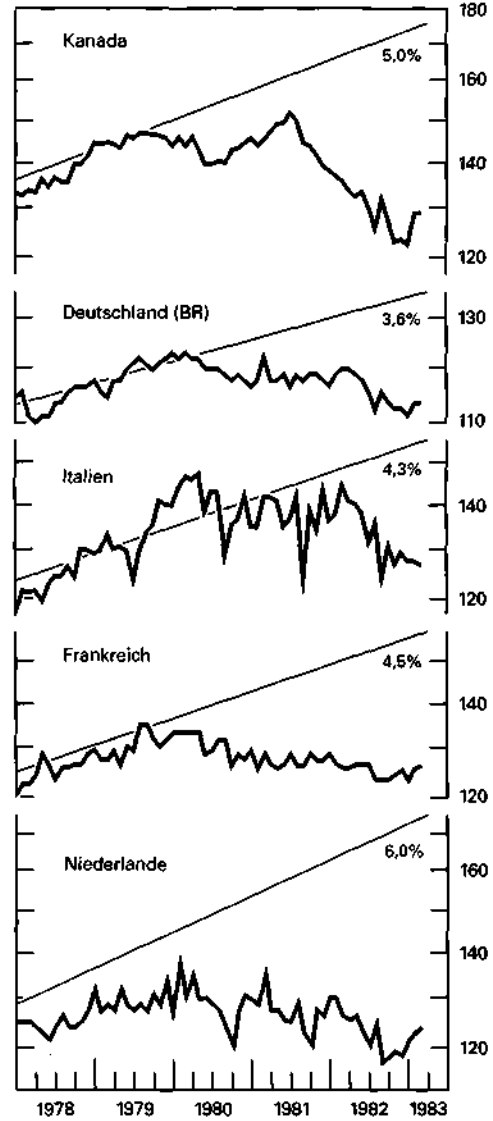
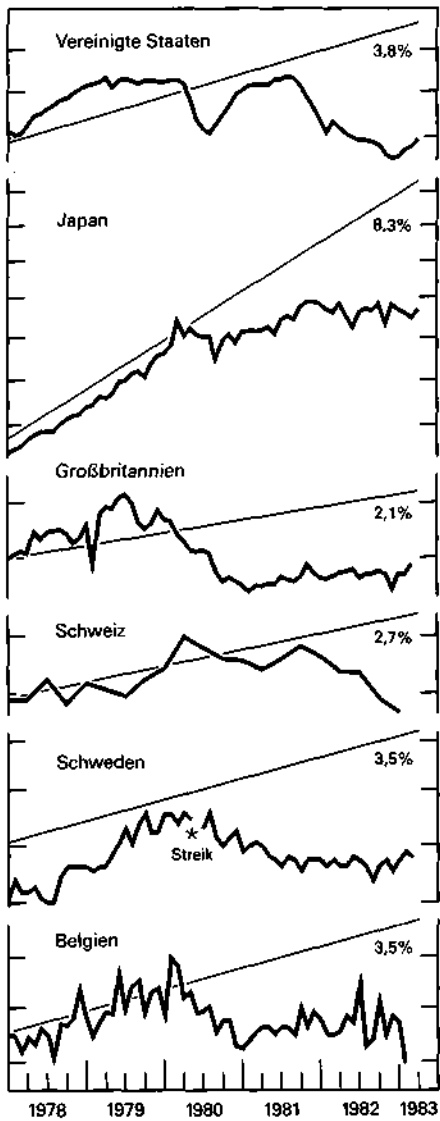
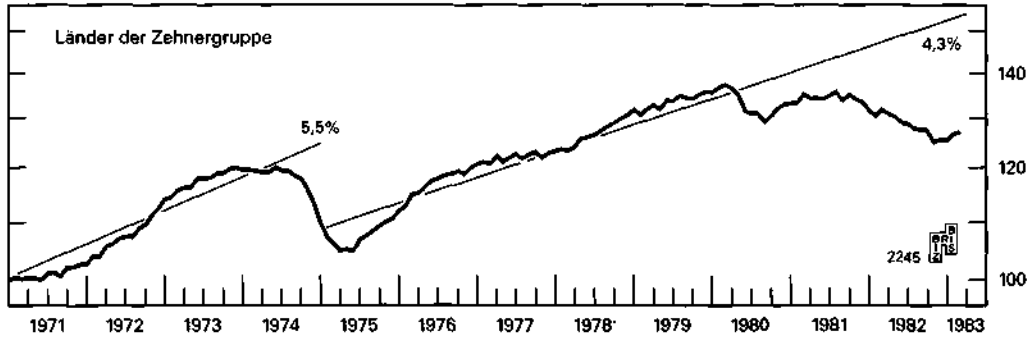
Größere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten¹

	Jahr	Reales BSP	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Export	Import	Vorratsinvestitionen ²
			privat	öffentl-lich	privat	ohne Woh-nungs-bau	Woh-nungs-bau				öffentl-lich
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA	1979	2,8	2,7	1,3 ³	7,3	- 5,3		15,4	6,1	- 0,6
	1980	- 0,4	0,3	2,3 ³	- 2,2	-20,1		8,9	- 0,4	- 0,8
	1981	1,9	1,8	0,9 ³	3,6	- 4,9		- 0,4	7,2	1,0
	1982	- 1,7	1,0	1,4 ³	- 3,8	-10,5		- 7,1	0,0	- 1,2
	1982 IV	- 0,9	2,6	2,7 ³	- 8,2	6,5		-13,6	- 6,8	- 1,6
Japan	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	0,5
	1980	4,8	1,3	2,9	8,0	- 9,4	- 3,2	18,8	- 3,9	- 0,1
	1981	3,8	0,5	4,6	5,6	- 2,6	5,3	15,9	5,5	- 0,2
	1982	3,0	4,2	3,5	1,9	- 1,0	0,7	3,3	3,1	- 0,1
	1982 IV	3,7	5,2	3,3	1,1	7,4	1,2	0,1	- 4,1	- 0,6
Deutschland (BR)	1979	4,0	3,1	3,4	8,6	6,0	4,5	4,9	10,3	1,3
	1980	1,8	1,5	2,8	3,4	3,3	2,1	5,8	4,4	- 0,7
	1981	- 0,2	- 1,2	2,0	- 2,7	- 4,0	- 7,7	8,5	1,2	- 1,2
	1982	- 1,1	- 2,2	0,2	- 5,2	- 4,9	- 7,9	3,7	0,6	0,3
	1982 IV	- 2,1	- 2,5	0,6		- 2,4 ⁴		- 2,2	- 1,3	0,0
Frankreich	1979	3,1	3,2	1,8	1,8	4,7	1,6	7,1	10,5	0,3
	1980	1,3	1,5	1,3	4,2	- 3,8	1,6	3,0	4,6	0,7
	1981	0,2	2,2	2,4	- 2,3	- 1,2	- 0,7	5,1	1,0	- 2,1
	1982	1,8	2,1	3,1	0,4	- 1,0	0,6	- 0,4	3,6	0,7
	1982 IV	0,9	3,4	3,1	0,6	- 6,1	- 2,8	- 1,5	0,0	0,0
Großbritannien	1979	1,6	4,9	1,8	5,9	-13,3	- 2,5	2,6	11,2	0,6
	1980	- 1,9	- 0,1	1,9	1,1	-16,1	- 5,9	0,4	- 3,3	- 2,9
	1981	- 2,0	0,4	0,0	- 2,2	-15,5	-17,6	- 2,2	- 0,3	- 0,3
	1982	1,4	1,1	2,0	5,6	10,5	- 6,0	0,5	4,4	1,0
	1982 IV	2,7	3,0	2,4	2,4	16,8	- 0,3	- 1,3	- 2,0	- 0,3
Italien	1979	4,9	5,3	1,7	12,0	2,9	1,9	9,1	13,8	1,2
	1980	3,9	4,3	2,1	14,0	4,7	6,1	- 4,3	8,3	3,0
	1981	0,1	0,5	3,0	- 1,3	0,5	1,2	5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,3	0,3	1,8	- 5,9 ³	- 2,7		1,2	2,1	0,2
	1982 IV	- 2,4				- 6,3 ⁴		- 6,8	- 0,9	
Kanada	1979	2,9	2,0	0,9	12,4	- 2,8	- 5,5	2,9	7,2	1,4
	1980	0,5	1,1	- 1,0	7,4	- 6,1	0,7	1,8	- 2,0	- 2,0
	1981	3,1	1,9	0,9	6,4	5,6	2,2	1,6	2,6	1,1
	1982	- 4,8	- 2,5	0,7	-11,5	-23,5	2,1	- 0,7	- 8,2	- 2,9
	1982 IV	- 5,7	- 2,3	- 0,7	-16,7	-11,6	2,6	3,4	- 5,7	- 2,7
Zehnergruppe ⁵	1979	3,4	3,7	2,0		4,9 ⁴		7,8	9,6	0,2
	1980	1,1	0,9	2,1		- 0,8 ⁴		5,9	1,1	- 0,5
	1981	1,4	1,1	1,4		0,3 ⁴		4,5	1,8	0,1
	1982	- 0,4	1,0	1,5		- 2,8 ⁴		- 0,6	1,2	- 0,4

¹ Die Zahlen für 1982 und 1982 IV sind vorläufig. ² In Prozent des BSP des Vorjahres. ³ Einschließlich öffentlicher Investitionen. ⁴ Anlageinvestitionen insgesamt. ⁵ BSP-Gewichte und Wechselkurse von 1981.

Nachfragefaktoren und die „Aufteilung“ des nominalen Bruttosozialprodukts.
Da Veränderungen der realen Produktion offensichtlich nicht über längere Zeit hinweg unbeeinflusst von der nominalen Nachfrage bleiben, muß jede Erklärung des tatsächlichen Produktionsverlaufs sowohl Veränderungen des Nominaleinkommens selber als auch Veränderungen seiner Aufteilung in eine preisliche und reale Komponente Rechnung tragen.

Industrieproduktion*
Dezember 1970 = 100



* Die logarithmischen Trends sind für den Zeitraum 1963–78 unter Berücksichtigung einer Verlagerung ab Ende 1974 geschätzt. Die Schätzungen enthalten weder länderspezifische Besonderheiten noch berücksichtigen sie eine mögliche weitere Abflachung des Wachstumstrends nach 1978.

Was ersteres von beiden betrifft, so ist es allgemein gesprochen in den letzten Jahren in den meisten Ländern das hauptsächliche Ziel der Geldpolitik gewesen, die Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts kontinuierlich in kleinen Schritten zu senken. Wie bereits ausgeführt (s. Grafik auf S. 13), hat sich jedoch insbesondere 1982 das Wachstum des Nominaleinkommens so stark verlangsamt, daß die Frage aufkam, ob die graduelle Zielsetzung der Geldpolitik durch andere Kräfte überspielt wurde. Ein solcher Vorgang könnte ohne große Bedeutung, vielleicht sogar zu begrüßen sein, bestände nicht die Möglichkeit, daß die Dynamik des Desinflationsprozesses selbst wiederum den sogenannten „price/output split“ beeinflusst. Anders ausgedrückt: Je stärker die Desinflation, desto (unverhältnismäßig) kräftiger könnte ihre produktionshemmende Wirkung sein, jedenfalls auf kurze bis mittlere Sicht.

Wie dem auch sei, es können kaum Zweifel bestehen, daß die in diesem Ausmaß nicht erwartete Abschwächung der Nominaleinkommen im Jahr 1982 zu erheblich schlechteren Produktionsergebnissen führte, als die meisten Beobachter erwartet und die wirtschaftspolitischen Instanzen selbst als wünschenswert erachtet hatten. Die Kluft zwischen den Erwartungen und dem eingetretenen Ergebnis zeigt am deutlichsten der Kontrast zwischen dem für das Jahr erhofften Aufschwung und dem tatsächlichen Wirtschaftsergebnis, nämlich der weitgehenden Stagnation im zweiten Halbjahr. In dieser Zeit lag die Produktion in den Industrieländern rund 2-2½% unter den international übereinstimmenden Prognosen des vorausgegangenen Winters.

Aufschlüsse über die Ursache dieser Produktionsschwäche könnte eine Betrachtung der Nachfragekomponenten des Bruttosozialprodukts in den größeren Industrieländern geben (s. Tabelle auf S. 22). Aus den Zahlen geht eindeutig hervor, daß 1982 praktisch der gesamte Wachstumsrückgang der Nachfrage auf die Inlandsinvestitionen (Anlagen wie Vorräte) und den Export konzentriert war. In den Ländern der Zehnergruppe dürften die Bruttoanlageinvestitionen durchschnittlich um rund 2¾% zurückgegangen sein, während sich die Abschwächung der Vorratsinvestitionen auf fast ½% des durchschnittlichen Bruttosozialprodukts belief. Darüber hinaus nahmen die Exporte um ½% ab, nach einer Zunahme um 4½% im Jahr davor.

Wie die nachstehende Tabelle verdeutlicht, ging wohl der stärkste Einfluß auf die Exporte von einer kräftigen Abschwächung des Wachstums der Einfuhren in die Nichtindustrieländer aus. Beispielsweise ging im Gefolge nachgebender Ölpreise und des Dahinschwindens des OPEC-Überschusses das Wachstum der realen Warenimporte in die OPEC-Länder von 22½% im Jahr 1981 auf rund 5% im vergangenen Jahr zurück. Bedeutsamer war wohl noch, daß die Güterimporte der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1982 dem Volumen nach schätzungsweise um 6½% fielen, verglichen mit einer Zunahme um 2% im Jahr davor und beträchtliche 11% im Jahr 1979. Ursächlich für diese Entwicklung waren bekanntlich die Sparmaßnahmen, zu denen sich viele dieser Länder infolge der durch ihre hohe Auslandsverschuldung entstandenen Krisensituation gezwungen sahen. Diese Krise war durch das weltweit hohe Zinsniveau, die Stärke des Dollars und die geringe Nachfrage der Industrieländer nach Rohstoffen und anderen Importgütern verschärft worden.

Reale Exportnachfrage der Industrieländer 1978–82

Jahr	Einfuhr von Gütern durch		Exporte ¹		Güter und Dienstleistungen ²
	Entwicklungs-länder (ohne OPEC)	OPEC-Länder	Zehnergruppe	USA	
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent					
1978	10,5	- 0,3	5,6	10,9	5,6
1979	11,0	-10,6	6,0	11,3	6,3
1980	5,0	21,3	3,9	10,5	5,2
1981	2,0	22,5	2,9	- 3,5	4,1
1982	- 6,5	5,0	-2,2	-10,3	0,3
1982 IV/1981 IV	.	.	-5,2	-13,7	.

¹ Einschließlich gegenseitiger Handel.

² OECD-Länder, auf der Basis volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen.

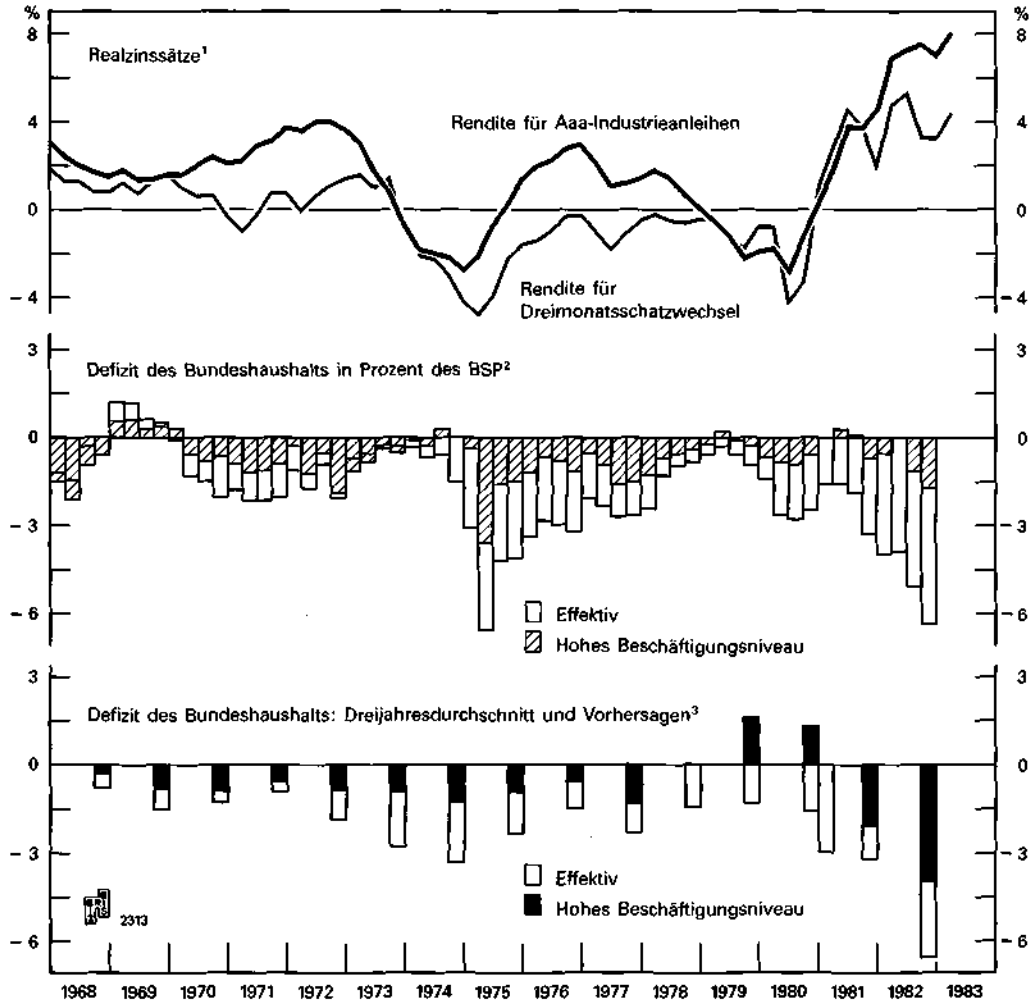
Ergänzt man dieses Bild noch durch die Rolle, die hohe Zinsen bei den bereits genannten geringen inländischen Investitionsausgaben in den Industrieländern selber spielten, dann beginnt sich ein gemeinsamer Faktor als zumindest eine Erklärung für die Schwäche sowohl der Exporte wie der Investitionen herauszuschälen. Das gesamte Bündel von Einflüssen auf die Zinsen – namentlich in den USA – ist nicht Gegenstand dieses Kapitels. Ein Faktor jedoch, der eine relativ starke Wirkung entfaltet haben dürfte, nämlich die amerikanische Finanzpolitik, kann hier erörtert werden.

Das Problem des „policy mix“ in den USA. Das Problem des Mischungsverhältnisses zwischen Finanz- und Geldpolitik in den USA wurde bereits im letztjährigen Bericht ausführlich behandelt. Dort hieß es, daß die neue Administration angesichts ihres Vorhabens, die Verteidigungsausgaben stark zu erhöhen und die Steuern kräftig zu senken, zur Schließung der Haushaltslücke sehr stark auf ein deutliches Reagieren der „Angebotsseite“ setzte. Die Theorie ging davon aus, daß die Wirtschaftsexpansion kräftig genug ausfallen würde, um die gesamten Staatseinnahmen auch bei niedrigeren Steuersätzen erheblich ansteigen zu lassen. Gleichzeitig jedoch sollte der stark restriktive Kurs der Geldpolitik beibehalten werden. Auf diese Weise sollten weitere Erfolge bei der Inflationsbekämpfung mit einer wirtschaftlichen Erholung und einer umfangreichen Aufrüstung in Einklang gebracht werden.

Der Finanzsektor reagierte indes auf dieses Wirtschaftsprogramm mit Zurückhaltung, wenn nicht negativ. Die Befürchtungen gingen dahin, daß entweder die angebotsseitig stimulierte Steigerung des Steueraufkommens nicht eintreten werde, was einen ernsten Konflikt zwischen dem Kurs der Finanzpolitik und dem der Geldpolitik heraufbeschwören würde, oder aber die Geldmengenziele überschritten würden, mit offensichtlichen Folgen für die Inflation. In beiden Fällen würden die Zinsen steigen.

Das Ungewöhnliche der nachfolgenden Entwicklung war, wie die umstehende Grafik zeigt, daß sich zwar die Haushaltslage 1981 und 1982 zu verschlechtern begann, dies aber zunächst als Reflex der Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit und unter dem Einfluß der eingebauten Stabilisatoren. Mit anderen Worten: Der damalige finanzpolitische Kurs war bei der gegebenen rezessiven Entwicklung gemessen an den üblichen analytischen Kriterien nicht ohne weiteres unangezeigt. Gleichwohl stiegen in Übereinstimmung mit der Stimmungslage des Marktes die Zinsen sehr

USA: Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik



¹ Die Realzinssätze werden auf der Basis der Veränderung der Verbraucherpreise im jeweils vorangegangenen Zwölfmonatszeitraum gemessen. ² Auf der Basis der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Quelle: US-Department of Commerce. ³ Die Werte für 1968–76 geben das Defizit des Bundeshaushalts (Gesamthaushalt einschließlich außerbudgetärer Ausgaben) in Relation zum BSP für die im darauffolgenden Quartal beginnende Dreijahresperiode an. Die Werte für 1977–82 sind entsprechende Schätzungen der Regierung für das Haushaltsjahr zum jeweiligen Zeitpunkt. Der Wert für das erste Quartal 1981 stellt die revidierte Budgetschätzung der neuen Regierung vom Februar dar; eine Vorhersage auf der Basis eines hohen Beschäftigungsniveaus wurde damals nicht gemacht.

stark an. Nach Abzug der Inflationsrate des vorangegangenen Zwölfmonatszeitraums erreichte der so errechnete langfristige Realzins einen absoluten Höchststand von 7–8%.

Somit reichten offenbar die Erwartungen in bezug auf zukünftige Haushaltsdefizite und die als vereinbar mit der Inflationseindämmung angesehenen monetären Ziele zusammen genommen aus, um die Zinsen auf ein Niveau zu treiben, das deflationistischer wirkte, als wohl erwünscht war. Wenn dem so ist, könnte dies den von uns untersuchten Wachstumseinbruch des nominalen Bruttosozialprodukts erklären helfen. Der Schaden wurde also durch die Befürchtungen des Marktes in bezug auf die *zukünftigen* und weniger die laufenden Haushaltsdefizite verursacht –

eine Sorge, die freilich ausreichte, die Zinsentwicklung der laufenden Periode aufs stärkste zu beeinflussen.

Dies zu belegen fällt natürlich nicht leicht, zumal sich in den ersten offiziellen Haushaltsvoranschlägen zwangsläufig die Theorie vom Reagieren der Angebotsseite niederschlug. Wie der untere Teil der Grafik zeigt, ging die neue Administration 1981 von höheren Defiziten für die nächsten drei Jahre als die alte Regierung aus, doch schienen diese Schätzungen im Umfeld einer Rezession nicht zu beunruhigend zu sein. Gleichwohl bewerteten viele Beobachter die Prognosen als viel zu niedrig; als dann zu Beginn dieses Jahres dem Kongreß der neuste Haushaltsentwurf vorgelegt wurde, brachte eine realistischere (weniger angebotsorientierte) Berechnungsweise tatsächlich strukturelle (d.h. konjunkturbereinigte) Defizite noch nie dagewesenen Ausmaßes zutage – dies sogar nach Vornahme erheblicher Ausgabenkürzungen wie Einnahmenerhöhungen. Mit anderen Worten: Die 18 Monate zuvor von vielen Beobachtern und Finanzmarktteilnehmern gehegten Zweifel wurden offensichtlich bestätigt. Eine weitere Bestätigung brachte die Tatsache, daß sich die Verschuldung des Bundes auf den Kreditmärkten plötzlich sprunghaft von auf Jahresrate hochgerechneten \$ 100 Mrd. im ersten Halbjahr 1982 auf fast \$ 225 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte erhöhte.

Ebenfalls aufschlußreich ist die Tatsache, daß sich die Zinsen im langfristigen Bereich – jedenfalls auf inflationsbereinigter Basis – nur langsam zurückgebildet haben, auch noch, als Ende letzten Jahres die Geldpolitik ein wenig nachgiebiger wurde. Dies läßt den Schluß zu, daß nicht der damalige Kurs der Geldpolitik die Ursache des Übels war, zumal sie ab der Jahresmitte stärker akkommodierend ausgerichtet wurde und Spielraum für reales Wachstum ließ. Vielmehr deutet es darauf hin, daß die Ankündigung einer grundlegenden – und unerprobten – Neuorientierung der Finanzpolitik ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Höhe der Zinsniveaus war.

Indessen sollte man darauf bedacht sein, das Problem des „policy mix“ in den USA nur als eine von mehreren Erklärungen für die kurzfristige Verschärfung der weltweiten Rezession anzusehen. Ein Zurückschrauben der Inflation auf ihren jetzigen Stand hätte wohl ohnehin früher oder später hohe Produktionsausfälle mit sich gebracht. Wenn auch Vorgänge in den USA international zwangsläufig größere Rückwirkungen haben, so ist dieses Land doch nicht das einzige, das Haushaltsprobleme aufweist.

Die Finanzpolitik außerhalb der Vereinigten Staaten. Die USA sind freilich wohl insofern ein Sonderfall, als sich hier die Haushaltsprobleme vornehmlich aus dem Gegensatz zwischen finanzpolitischen Absichten für die Zukunft und den Realitäten der Vergangenheit und Gegenwart ergeben. Die anderen Länder lassen sich vielleicht zwei verschiedenen Gruppierungen zuordnen. Von der ersten kann man behaupten, daß sie beträchtliche Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen erzielt hat, während die Länder der zweiten Gruppe von diesem Ziel noch um einiges entfernt sind.

Zu der ersten Gruppe kann man drei der größeren Länder zählen: Japan, Deutschland und Großbritannien. In letzterem Fall ist in Anbetracht des Ausmaßes

der dortigen Rezession besonders bemerkenswert, daß der von den öffentlichen Haushalten beanspruchte Anteil an der privaten Bruttoersparnis in den letzten Jahren zurückgegangen ist. In Japan, wo der Anstieg der Arbeitslosigkeit sehr viel geringer war, muß die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen immerhin vor dem Hintergrund eines langsamen Wirtschaftswachstums gesehen werden. In Deutschland schließlich wurde, trotz eines Anstiegens der öffentlichen Defizite in Relation zur Ersparnis seit 1979, die zugrundeliegende Entwicklung eng unter Kontrolle gehalten. Anders ausgedrückt: Für alle drei Länder kann man wohl mit gutem Grund sagen, daß die tatsächlichen Haushaltsdefizite bei Berücksichtigung der konjunkturellen Lage nicht als alarmierend anzusehen sind. Es ist zwar richtig, daß die Defizite historisch gesehen nach wie vor hoch sind; das gleiche gilt aber auch hinsichtlich der Schwere der Rezession. In Japan haben denn auch die Behörden im März und April dieses Jahres ernsthaft eine gewisse finanzpolitische Lockerung erwogen.

In der zweiten Ländergruppe befinden sich Italien und Frankreich zusammen mit einigen kleineren europäischen Ländern. In Frankreich wurde freilich zu Beginn dieses Jahres ein einschneidendes Sparprogramm als flankierende Maßnahme zu dem mit der Neufestsetzung der EWS-Paritäten im März verbundenen Anpassungsprozeß eingeleitet. Sollten diese Maßnahmen mit Erfolg verwirklicht werden, könnte dies genügen, um Frankreich aus der Ländergruppe mit ungelösten Haushaltsproblemen ausscheren zu lassen.

Unter den kleineren Ländern sind es vor allem Belgien, Dänemark und Schweden, wo eine sehr ernste und spektakuläre Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage festzustellen ist. Dort war schon seit einiger Zeit deutlich geworden, daß die Situation ohne gegensteuernde Maßnahmen früher oder später unerträglich werden würde. Mit anderen Worten: Selbst im Falle einer allgemein kräftigen Erholung der Wirtschaftstätigkeit wäre nicht zu erwarten, daß mehr als nur ein Teil der neueren öffentlichen Haushaltsdefizite durch das Wirken der eingebauten Stabilisatoren in diesen Ländern beseitigt würde.

Die finanzpolitischen Sorgen der letzten Jahre bezogen sich freilich nicht nur auf Probleme der Haushaltsdeckungslücken. Bekanntlich waren zahlreiche Länder auch bestrebt, den Umfang des öffentlichen Sektors gemessen am Bruttosozialprodukt zu verkleinern. Dies war einmal für sich gesehen ein erstrebtes Ziel. Der zunehmende Anteil der Ressourcen, die vom öffentlichen Sektor beansprucht oder über ihn geleitet werden, wurde häufig als zumindest ein wichtiger Faktor angeführt, der für die weltweite Verschlechterung der Wirtschaftslage verantwortlich ist. Auf der anderen Seite wurde ein Ansteigen der Steuerquote mit einer Schwächung des Leistungswillens und einer möglichen Verstärkung des Lohndrucks über den sogenannten „tax-push“-Mechanismus in Verbindung gebracht.

Somit gingen die Behörden trotz der Rezession mit Entschlossenheit daran, die Haushaltsdefizite und öffentlichen Ausgaben insbesondere über eine Änderung der Indexierungsregelungen und Sozialleistungen einzudämmen. Bei letzteren wurden sowohl für die Gegenwart als auch für die Zukunft erhebliche Schwierigkeiten in einem Umfeld gesehen, das von langsamem Wachstum und einer zunehmenden Zahl Anspruchsberechtigter geprägt sein könnte. Andererseits haben derartige Sparanstrengungen langfristig zu einem Abbau der strukturellen Haushaltsdefizite beige-

Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte¹
in Prozent der privaten Bruttoersparnis 1966–82

	1966–69	1970–73	1974–77	1978	1979	1980	1981	1982 ²
	Jahresdurchschnitte							
USA	- 0,4	0,5	6,6	- 0,2	- 3,6	7,6	5,6	20,6
Japan .....	.	- 2,9	9,0	18,2	16,6	14,0	14,4	13,3
Deutschland (BR)	1,2	- 1,2	15,9	12,9	15,4	16,2	20,4	19,1
Frankreich	- 1,1	- 4,0	3,8	8,8	3,3	- 2,1	8,7	15,3
Großbritannien	4,1	4,4	26,6	19,8	15,5	18,2	13,6	13,4
Italien .....	.	23,7	33,4	35,1	33,3	30,3	44,8	45,1
Kanada	- 5,9	- 3,1	6,8	15,5	9,3	9,8	6,2	30,5
Belgien	6,8	9,4	16,6	27,4	33,6	43,4	61,9 ²	57,0
Niederlande	3,8	- 0,2	8,1	14,8	20,1	21,6	26,5 ²	30,0
Schweden	-33,1	-32,6	-19,9	3,8	19,6	22,4	31,0 ²	38,0

¹ 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. ² Schätzungen.

Quellen: Nationale Statistiken und OECD.

tragen. Aber wie bei den Haushaltsdeckungslücken haben die automatischen Wirkungen der Rezession es verhindert, daß sich die Fortschritte bei den staatlichen Konsolidierungsbemühungen in der Staats- und der Steuerquote effektiv niedergeschlagen haben. So stieg denn auch 1982 die Ausgabenquote der öffentlichen Haushalte in den sieben wichtigsten Industrieländern erneut, diesmal im Durchschnitt um 1½ Prozentpunkte, womit sie rund 42% erreichte, verglichen mit 37½% noch 1978. Zudem bedeuteten die Werte von 1982 zumeist ein neues absolutes Hoch in Friedenszeiten. Bedenklicher ist vielleicht die Art und Weise, in der ein großer Teil der Einsparungsversuche letztlich die Sachinvestitionen und weniger die laufenden Ausgaben traf. Wenn hierin auch zum Ausdruck kommt, daß diese investiven Ausgaben relativ leicht gesenkt werden können, so bleibt gleichwohl zu bedenken, daß öffentliche Investitionen einen besonders wichtigen infrastrukturellen Beitrag leisten können, indem sie anregend auf die privaten Investitionen und die Beschäftigung wirken.

Was die Einnahmenseite angeht, so ging lediglich in den USA die Steuerquote zurück (um fast 1 Prozentpunkt auf 31,7%), dies aber nur unter Inkaufnahme eines ausgeprägten Anstiegs der öffentlichen Haushaltsdefizite von 1 auf 3¾% des Brutto-sozialprodukts. Andernorts blieb die Steuerbelastung sehr hoch, selbst in Großbritannien, wo der Verringerung des Haushaltsdefizits absoluter Vorrang eingeräumt wurde.

Das Problem der Arbeitslosigkeit

Ende letzten Jahres verzeichneten praktisch alle Länder ein starkes Ansteigen der Arbeitslosigkeit, das die Arbeitslosenquoten auf bisher in der Nachkriegsära noch nicht erreichte Höhen schnellen ließ. Im Frühjahr dieses Jahres betrug die Arbeitslosenquote in den Ländern der Zehnergruppe im Durchschnitt fast 9% und

lag bei bestimmten Gruppen von Erwerbspersonen, insbesondere bei den jugendlichen Arbeitnehmern, noch sehr viel höher. Seit dem Jahr 1980, das am Standard der Nachkriegszeit gemessen bereits als ein Jahr mit geringer Beschäftigung galt, ist die Arbeitslosigkeit um mehr als die Hälfte gestiegen.

Mit ziemlicher Sicherheit ist dieses letzthin erneute Hinaufschneiden der Arbeitslosenzahlen unmittelbar der Wirtschaftsschwäche in den letzten drei Jahren und insbesondere dem plötzlichen Produktionseinbruch im vergangenen Jahr zuzuschreiben. Für Europa – mit Ausnahme Großbritanniens – gilt, daß sich die Zunahme der Erwerbsbevölkerung in den vergangenen drei Jahren etwas beschleunigt hat. In den USA hat sich demgegenüber das Wachstum des Arbeitskräfteangebots in allerletzter Zeit abgeschwächt, so daß Veränderungen im Wachstum des Arbeitskräftepotentials für die Industrieländer insgesamt per saldo wohl wenig Einfluß auf die kurzfristige Entwicklung der Arbeitslosigkeit hatten.

Arbeitslosigkeit

	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1982	1983
	Jahresdurchschnitte in Prozent der Erwerbsbevölkerung							Dez.	März
USA	5,6	7,7	6,1	5,9	7,2	7,6	9,7	10,8	10,3
Kanada	5,3	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	10,8	12,8	12,6
Japan	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,4	2,6
Deutschland (BR)	2,7	4,6	4,4	3,8	3,9	5,6	7,7	8,5	9,3
Frankreich	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	8,9	8,8
Großbritannien	2,6	5,2	5,5	5,1	6,5	10,2	12,0	12,7	13,0
Italien	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1	9,8 ^{1,2}	.
Niederlande	3,3	5,5	5,1	5,1	5,9	9,0	12,3	14,1	16,5 ³
Schweden	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,1	3,4	3,6
Belgien	2,6	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	11,0	11,6 ²	12,2 ²
Schweiz	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8
Zehnergruppe insgesamt ...	3,7	5,5	5,1	5,0	5,7	6,6	8,1	8,8	8,8

¹ Erste Januarwoche 1983.

² Nicht saisonbereinigt.

³ Neue Reihe ab Januar 1983.

Das Zurückführen kurzfristiger Veränderungen der Arbeitslosigkeit auf konjunkturelle Faktoren heißt jedoch nicht zwangsläufig, in Abrede zu stellen, daß auch andere, grundlegende Kräfte langfristig am Werk sind. Auch wird damit nicht verneint, daß ein gegebener Stand der Arbeitslosigkeit, der ursprünglich in einem konjunkturellen Kontext gesehen wird, mit der Zeit einen mehr strukturellen Aspekt annehmen kann.

Um einige Beispiele zu nennen: Es sei daran erinnert, daß demographische Faktoren längerfristig wirksam gewesen sind. Als erstes kann man die Zunahme der Erwerbsquote bei den Frauen und den Eintritt der geburtenstarken Jahrgänge ins Erwerbsleben nennen. Hinzu kommt, daß beide genannten Entwicklungen den Anteil jener Gruppen an der gesamten Erwerbsbevölkerung, die gewöhnlich eine relativ hohe Arbeitslosenquote aufweisen, tendenziell haben steigen lassen.

Von größerer Bedeutung ist vielleicht, daß zunehmend auf das hohe Lohnniveau als eine wesentliche Ursache für die aktuellen Arbeitslosenquoten hingewiesen wird. Empirisch gesehen scheint dies am eindrucklichsten durch den Zusammenhang zwischen der größeren Flexibilität der Reallöhne in den USA und dem starken Anstieg der Beschäftigung dort in den vergangenen zehn Jahren belegt zu werden, dem in Europa erheblich starrere Reallöhne und eine entsprechend sehr viel ungünstigere Beschäftigungsentwicklung gegenüberstanden. So wuchs die Beschäftigung in den USA von 1970 bis 1980 jahresdurchschnittlich um rund 2½%, während sie in den EG-Ländern im Mittel nur um ¼% zunahm.

Gleichwohl ist es schwierig, mit Bestimmtheit zu sagen, welcher Teil der Arbeitslosigkeit überhöhten Löhnen zuzuschreiben ist. Als eine der Folgen gilt im allgemeinen die Substitution zu teureren Arbeitskräften durch Kapital, was sich tendenziell in einem Anstieg der Arbeitsproduktivität auswirken würde. Es trifft denn auch zu, daß in Europa, wo die Reallohnprobleme am drückendsten sind, das Produktivitätswachstum allgemein erheblich über dem in Nordamerika gelegen hat. Andererseits ergab sich für alle Länder eine deutliche Abschwächung im Produktivitätswachstum gegenüber den Trends in den sechziger und frühen siebziger Jahren. Selbst Japan verzeichnete, trotz einer bemerkenswert flexiblen Reallohnentwicklung besonders während und nach dem zweiten Ölpreisschub, eine starke Verlangsamung.

Eine weitere Auswirkung übersteigter Lohnkosten betrifft nicht die Substitution von Arbeit durch Kapital, sondern die unzureichende Höhe sowohl der Erweiterungs- wie der Ersatzinvestitionen. Es trifft denn auch zu, wie in früheren Berichten häufig mit Sorge vermerkt wurde, daß sich der Investitionstrend seit 1973 allgemein und merklich abgeschwächt hat, womit überdies auch weitere Zweifel über das Ausmaß der Substitution von Arbeit durch Kapital laut wurden. Eine solche Entwicklung beschwört zwangsläufig die Gefahr einer im Verhältnis zu den Beschäftigungserfordernissen unzureichenden Kapitalausstattung und damit einer wachsenden strukturellen Arbeitslosigkeit herauf. Allerdings kann man im vorliegenden Fall nicht sicher sein, ob überhöhte Reallöhne allein oder vielmehr das allgemein verhaltenere Wirtschaftswachstum für die geringere Zunahme des Kapitalstocks verantwortlich sind. Hier mag mit anderen Worten der bekannte Akzelerator gewirkt haben – in jüngerer Zeit im Verein mit ungewöhnlich hohen Zinsen. Es wird auch die Ansicht vertreten, daß außergewöhnliche Schwankungen der Wechselkurse die Investitionsanreize geschwächt haben könnten.

Es ist somit schwierig, wenn nicht gar unmöglich, in dieser Angelegenheit anhand der verfügbaren Fakten zu einem eindeutigen Ergebnis zu gelangen. Die Wahrheit mag darin liegen, daß Nachfragefaktoren schließlich zwar den Ausschlag gegeben haben könnten, die Reallohn- und Ertragssituation aber in jedem Fall einen starken Einfluß auf die Beschäftigung – insbesondere über die Substitution von Arbeit durch Kapital – ausgeübt hätte, selbst wenn das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sehr viel stärker gewesen wäre. Welche Mechanismen hier auch immer zugrunde liegen mögen: Sollte das langsame Wachstum von Produktion und Kapitalstock über längere Zeit anhalten, dürfte das Endergebnis – nämlich zunehmende strukturelle Arbeitslosigkeit – wahrscheinlich dasselbe sein. In diesem

Fall sollte die Gefahr nicht übersehen werden, daß Volkswirtschaften in eine Phase niedrigen Wachstums eintreten könnten, aus der sie nicht mehr herausfinden.

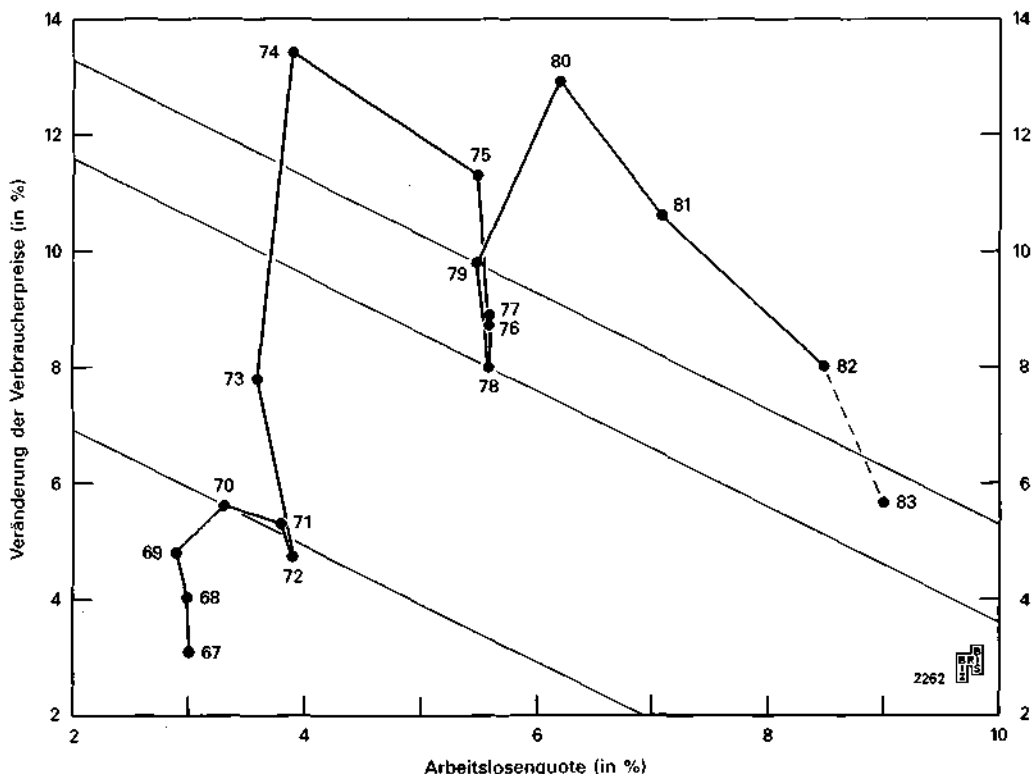
Desinflation: bisherige Fortschritte und Perspektiven

Aus dem obigen Lagebericht ergibt sich das Bild einer recht eindrucksvollen Abschwächung des Verbraucherpreisanstiegs während der vergangenen drei Jahre, die offenbar mit erheblichen Beschäftigungseinbußen und Produktionsausfällen erkauft wurde. Es liegt auf der Hand, daß jegliche Beurteilung des bisherigen Desinflationsverlaufs sowohl die Vorteile wie die erkennbaren Kosten in Rechnung stellen muß. Eine umfassende Würdigung muß aber auch den Versuch mit einschließen, die Zukunftsperspektiven zu beleuchten. Das heißt: Je mehr die desinflationistischen Maßnahmen eine dauerhafte Veränderung der Preis- und Kostenentwicklung bewirkt haben könnten, desto weniger sollte man wohl das gedrückte Produktionsniveau und die hohe Arbeitslosigkeit von heute als Kosten in einem grundlegenden Sinne auffassen.

Was den Zusammenhang zwischen Verbraucherpreisanstieg und Arbeitslosigkeit angeht, kann der letzte Stand der nebenstehenden Grafik nebst dazugehöriger Tabelle entnommen werden. Bekanntlich führt jeder Versuch, beide Erscheinungen in einem einzigen Index zu verknüpfen, entweder zu einer völlig willkürlichen Gewichtung oder zur Vorgabe subjektiver Wertvorstellungen durch den Beobachter. Deshalb ist selbst der sogenannte „Discomfort“-Index willkürlich, der einfach die Raten von Arbeitslosigkeit und Inflation addiert. Gleichwohl mag er für die Beurteilung des bisherigen Desinflationsverlaufs von einigem Wert sein. Denn allgemein dürfte wohl unter einer „gelungenen“ Desinflation verstanden werden, daß letztlich ein niedriger Stand von *beidem* – Inflation und Arbeitslosigkeit – erreicht wird. Eine erfolgreiche Desinflationspolitik müßte demnach früher oder später eine gewisse Bewegung der Punkte in der Grafik zurück zum Ursprung hin bewirken.

Die drei parallelen Geraden in der Grafik sind durch einzelne Jahrespunkte des durchschnittlichen „Discomfort“-Index gezeichnet worden und verbinden gleiche Indexstände. Benutzt man sie als Maßstab, dann zeigt die Grafik – trotz des starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit – tatsächlich einen gewissen Fortschritt. Bis zum Frühjahr dieses Jahres hatte sich der Gesamtindex von seinem Höchststand zurückgebildet und bewegte sich nach unten in Richtung auf den Stand von 1978. Indessen ist hier noch einmal auf den willkürlichen Charakter dieser Angaben hinzuweisen. Eine andere Gewichtung und/oder eine nichtlineare Definition des Index würden die allerneueste Entwicklung in einem eindeutig anderen Licht erscheinen lassen. Auch intuitiv betrachtet legt die Grafik den Schluß nahe, daß eine nachhaltige Rückbildung der Arbeitslosigkeit nunmehr der sicherste und eindeutigste Weg hin zu einer besseren Lage wäre. Mit dieser Schlußfolgerung soll jedoch nicht angedeutet werden, daß die Wirtschaftspolitik nunmehr eine Umorientierung erfahren und kurzfristig mehr Nachdruck auf die Beschäftigung legen sollte oder daß, wenn so verfahren würde, sich daraus insgesamt eine Verbesserung der Inflations- und Beschäftigungssituation ergeben würde.

Industrieländer: Inflation und Arbeitslosigkeit 1967–83*



* Durchschnitte für die angegebenen Jahre, außer für 1983, wo der Punkt die durchschnittliche Arbeitslosigkeit im Februar in Kombination mit der Veränderung der Verbraucherpreise während der vorangegangenen zwölf Monate darstellt.

„Discomfort“-Indizes 1970–83

	1970	1975	1978	1979	1980	März 1983
Japan	8,9	13,8	6,1	5,6	10,1	4,9
USA	10,9	17,7	13,7	17,1	20,7	13,9
Großbritannien	8,9	28,0	13,8	18,5	24,6	17,4
Deutschland (BR)	4,1	10,7	7,1	7,9	9,4	12,8
Niederlande	4,8	15,4	9,2	9,3	12,5	19,2
Belgien	5,7	17,3	11,5	11,7	14,5	21,0
Frankreich	7,6	15,6	14,6	16,6	19,9	17,7
Italien	10,6	23,3	19,7	23,3	28,8	26,2
Kanada	9,1	17,7	17,3	16,6	17,7	19,8
Schweden	8,6	11,4	12,3	9,3	15,6	12,0
Schweiz	3,6	7,1	1,4	4,0	4,2	5,6
Zehnergruppe insgesamt	9,1	16,9	12,1	14,2	17,8	13,6

Jedenfalls variierten, wie aus der Tabelle hervorgeht, die Erfahrungen der Länder stark. Ein großer Teil der Verbesserung des Gesamtindex war Japan, den USA und Großbritannien zuzuschreiben. Für Japan ist der Index sogar auf einem niedrigeren Stand als 1970. Andernorts wurde indes in mehreren Fällen überhaupt

kein Fortschritt erzielt, teilweise aufgrund des Einflusses eines schwachen Wechselkurses. Andererseits verschlechterte sich für die Niederlande der Index weiter, trotz einer eher günstigen Inflationsentwicklung.

Wenn man allerdings das Gesamtbild betrachtet, so könnte man mit aller Vorsicht daraus folgern, daß die bisherigen Anzeichen nicht ausschließen, daß die Desinflation zumindest im Ansatz die erhofften langfristigen Wirkungen in einigen wichtigen Fällen zeitigt. Die bisher erzielten Fortschritte – gemessen an den „Discomfort“-Indizes – beruhten allerdings nahezu gänzlich auf dem stark verlangsamten Auftrieb der Verbraucherpreise. Eine wichtige Frage ist somit, auf wie fester Grundlage diese Abschwächung steht.

Eine gewisse Vorsicht ist leider angebracht, hauptsächlich aus zwei Gründen: zum einen wegen des Einflusses der rückläufigen Rohstoffpreise und zum anderen aufgrund des Effekts der Zinssätze auf die Verbraucherpreisindizes mehrerer großer Länder namentlich der USA. Daraus folgt, daß ein Teil der Abschwächung der Verbraucherpreise vorübergehender Natur sowie (im Falle der Nichtölrohstoffpreise) möglicherweise umkehrbar sein könnte.

Im Lohnbereich, den wir als den Kern des Inflationsproblems im Inland ansehen können, gibt es immerhin Grund für einigen Optimismus. In vielen Ländern kam es gleichzeitig zu einem drastischen Abbau von Arbeitskräften, so daß nunmehr beträchtlicher Spielraum für weitere deutliche Produktivitätssteigerungen gegeben sein müßte.

Perspektiven einer wirtschaftlichen Erholung. Die erheblichen Fortschritte, die bereits bei der Verringerung der Inflation erreicht wurden, dürften, insbesondere wenn sie sich konsolidieren (und das Wachstum der Nominaleinkommen anhält), als solche eine wirtschaftliche Erholung begünstigen. Ein derartiger Erholungsprozeß ist denn auch offensichtlich bereits in den USA, in Deutschland und in Großbritannien in Gang gekommen. Wie aus Kapitel IV hervorgeht, hat sich das reale Geldmengenwachstum in diesen Ländern und in Japan während der vergangenen zwölf Monate in einem durchaus positiven Sinn entwickelt. Eine niedrige Teuerungsrate vermindert in direkter Konsequenz die realen Verluste der Besitzer von Geldvermögen. Wo zudem, wie dies insbesondere in Großbritannien der Fall ist, die Vermögensbesitzer offenbar bestrebt sind, diese Verluste durch eine höhere Sparquote auszugleichen, läßt ein Rückgang der Inflation die Verbrauchsneigung automatisch ansteigen. Weitere Vermögenseffekte mögen sich auch aus Kursgewinnen als Folge niedrigerer Nominalzinsen ergeben, die ihrerseits das Ergebnis geringerer Inflation sind. Und soweit das Vertrauen der Unternehmer in die weitere Absatzentwicklung durch eine tatsächliche oder erwartete niedrigere Inflationsrate gestärkt wird, mag sich dies auch auf die privaten Investitionen positiv auswirken. Schließlich könnte der Rückgang der Nominalzinsen vor dem Hintergrund einer allgemeinen wirtschaftlichen Erholung dazu verhelfen, daß die Hindernisse, die gegenwärtig das Kaufpotential der ölimportierenden Entwicklungsländer einengen, zumindest teilweise beseitigt werden.

Nach einer langen Zeit schleppenden Wachstums mögen auch andere eingebaute Antriebsfaktoren am Werk sein. Insbesondere könnte eine aufgestaute Nachfrage nach langlebigen Verbrauchsgütern vorhanden sein, bei denen der

Wiederbeschaffungszyklus häufig eine Rolle gespielt hat. In einigen Ländern besteht auch eine zurückgestaute Nachfrage nach Wohnbauten als Folge laufender sozialer und demographischer Veränderungen. Im Unternehmensbereich könnte sich zudem nunmehr eine Wiederaufstockung der Vorräte als erforderlich erweisen, während zumindest mancherorts die Notwendigkeit bestehen mag, die Anlageinvestitionen als Ausgleich für die lange Phase stagnierenden oder abnehmenden Kapitalstocks zu erhöhen.

Freilich hängt in all diesen Fällen die Wahrscheinlichkeit eines Wirkens der eingebauten Mechanismen eindeutig vom Niveau insbesondere der realen Zinssätze ab. Hier wurden aber, wie dieses und die folgenden Kapitel deutlich machen, nur unzureichende Fortschritte erzielt. Denn wenn auch die Nominalzinsen gesunken sind, so doch weniger als die Inflation; dies gilt vornehmlich für die langfristigen Zinsen. Folglich wird allgemein die Auffassung geteilt, daß die Realzinsen historisch gesehen auf einem hohen Niveau verharren, insbesondere in einer Zeit der Rezession. In diesem Kapitel wurde die Ansicht vertreten, daß ein wichtiger Grund hierfür die erwarteten Defizite im US-Haushalt sind. Solange hier nicht Abhilfe geschaffen wird, bleibt die Gefahr bestehen, daß die wirtschaftliche Erholung abgewürgt und damit ein erfolgreicher Abschluß des Desinflationsprozesses vereitelt wird.

Ein solches vorzeitiges Ende des Erholungsprozesses wäre, nachdem nunmehr die Inflation zurückgeschraubt ist, äußerst mißlich. In einem grundlegenden Sinn würde dies denn auch den Intentionen zuwiderlaufen, die im gegenwärtigen geldpolitischen Konzept zum Ausdruck kommen. Dieses Konzept läßt, solange die Inflation unter Kontrolle bleibt, mehr Raum für ein rascheres und nachhaltigeres reales Wirtschaftswachstum, als man es seit langem erlebt hat.

III. FINANZMÄRKTE UND FINANZIELLE INNOVATIONEN

Schwerpunkte

Dieses Kapitel soll mit der Betrachtung des Bankensystems und der Finanzmärkte eine Verbindung zwischen der Analyse der realen ökonomischen Entwicklung in Kapitel II und der Untersuchung der Geldpolitik im nächsten Kapitel schaffen. Im ersten Teil wird die jüngste Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und der Wandel in der zugrundeliegenden Situation auf den Kreditmärkten untersucht. In diesem Zusammenhang ist es in einigen Ländern zunehmend wichtig geworden, nicht nur die über die Banken fließenden Ströme, d.h. Veränderungen der Geldmenge und ihrer Gegenpositionen, sondern alle finanziellen Ströme in die Betrachtung einzubeziehen. Der Grund dafür ist, daß Kreditströme, die nicht mit einem bestimmten monetären Aggregat verbunden sind, über ihren Einfluß auf das Ausgabeverhalten zeitweise unerwartete Rückwirkungen auf die Umlaufgeschwindigkeit haben können. Der zweite Teil dieses Kapitels beschäftigt sich mit einigen längerfristigen Entwicklungen, die offenbar das Grundmuster der Finanzströme zwischen den verschiedenen Sektoren anders gestalten. Es untersucht somit genauer gesagt die wesentlichen Neuerungen auf dem Gebiet des Finanzsystems in den letzten Jahren und zeigt einige ihrer Konsequenzen für die Geldpolitik auf.

Im Laufe des vergangenen Jahres hat sich die Kreditnachfrage des privaten Sektors unter dem anhaltenden Einfluß der Deflationspolitik in den meisten Industrieländern tendenziell ermäßigt, während gleichzeitig die reale Geldnachfrage allgemein stieg. Diese Entwicklungen, in denen ein vorsichtiges Verhalten sowohl der Schuldner als auch der Halter finanzieller Aktiva zum Ausdruck kommt, verliefen Hand in Hand mit der Abschwächung der Inflation und der Senkung des Zinsniveaus. Sie zeigten sich in einigen Ländern, vor allem in den USA, auch in einer deutlichen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit der monetären Aggregate. Aus den geänderten Verhaltensweisen im Hinblick auf Verschuldung und Geldhaltung ergaben sich neue Probleme für die monetäre Steuerung, da unklar blieb, inwieweit die Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit konjunkturbedingt war oder aber – als Folge reduzierter Inflationserwartungen – andauern würde.

Der Rückgang der Kreditnachfrage insgesamt war eng verbunden mit einigen nennenswerten Verlagerungen in der sektoralen Verteilung der Nettofinanzierungsüberschüsse und -defizite. Allgemein betrachtet hat in den meisten Ländern der Unternehmenssektor sein Finanzierungsdefizit vor allem durch Einsparungen auf der Kostenseite und bei den Investitionen reduziert, während sich die privaten Haushalte – insbesondere im Rahmen des Wohnungsbaus – weniger stark verschuldeten und dadurch ihre Ersparnis erhöhten. Weitgehend bedingt durch das Finanzverhalten des privaten Sektors erhöhte sich das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Hand in einigen Ländern, obwohl vielfach der Versuch unternommen wurde, die strukturell bedingte Defizitkomponente zu beschneiden.

Der Rückgang der gesamten Kreditnachfrage konzentrierte sich hauptsächlich auf die Ausleihungen des Bankensystems. In den meisten Ländern hat der Beitrag der Expansion der inländischen Bankkredite zum Wachstum des Geldangebots in weiter Abgrenzung abgenommen, was überwiegend eine Folge der nachlassenden Kreditnachfrage des privaten Sektors war. Obwohl die Inanspruchnahme von Bankkrediten durch die öffentliche Hand in einigen Ländern zurückging, blieb sie in anderen hoch oder nahm weiter zu.

Mit der im Verlauf des letzten Jahres einsetzenden geldpolitischen Auflockerung zeigte die Kreditaufnahme auf den Emissionsmärkten erste Anzeichen einer Neubelebung. Allerdings wurden hier die Marktverhältnisse weiterhin und eher noch stärker als in der Vergangenheit von der öffentlichen Hand und institutionellen Schuldnern bestimmt. Deshalb konnten die privaten Unternehmen nur sehr begrenzt (in einigen Ländern bzw. im Fall großer Gesellschaften) auf die direkte Kreditaufnahme an den Finanzmärkten zurückgreifen, um ihre geschwächten Bilanzrelationen zu verbessern. Sie waren daher zur nachhaltigen Stärkung ihrer Finanzkraft hauptsächlich auf Versuche angewiesen, ihre Eigenfinanzierungskraft zu verbessern und ihre längerfristige Verschuldung bei Banken und anderen Kreditgebern zu erhöhen.

In diesem Kapitel wird den Veränderungen im Finanzsystem, die sich in einer Anzahl von Industrieländern in den letzten Jahren ergeben haben, besondere Aufmerksamkeit geschenkt. Einige dieser Neuerungen und Wandlungen haben die Definition und die Messung der monetären Aggregate erschwert, während andere die Laufzeiten und Konditionen in Gläubiger-Schuldner-Verhältnissen oder, allgemeiner ausgedrückt, den Prozeß der Finanzvermittlung verändert haben. Bis zu einem gewissen Grad haben sich in allen größeren Industrieländern finanzielle Innovationen durchgesetzt, wenn auch in einigen Ländern sehr viel schneller als in anderen. Dies wird – etwas allgemeiner betrachtet – durch die Tatsache bestätigt, daß sich die Relationen der Umlaufgeschwindigkeit verändert haben und zudem beträchtliche Schwankungen aufweisen, die nicht auf Zinsbewegungen zurückgeführt werden können.

Viele Innovationen ergaben sich aus der wachsenden Verbreitung der sogenannten Passivsteuerung („liability-management“), bei der die Kreditinstitute mehr und mehr dazu übergehen, ihren Ausleihungen Passivpositionen gegenüberzustellen, deren Verzinsung sich den Marktverhältnissen anpaßt. Diese Entwicklung hat die Bedeutung herkömmlicher Einlagen, insbesondere solcher mit Transaktionscharakter, geschmälert. Darüber hinaus bedienen sich die Finanzinstitute in einigen Industrieländern auch der Ausleihungen mit variablen Zinssätzen und/oder kürzeren Laufzeiten, um sich gegen die Risiken zu schützen, die hohe und schwankende Zinssätze und die wachsende Bedeutung variabel verzinslicher Einlagen mit sich bringen. Diese Praktiken sind allerdings im allgemeinen noch weniger entwickelt als die Technik der Passivsteuerung.

Die Veränderungen im Bankensystem und auf den Finanzmärkten haben verschiedene Schwierigkeiten der Geldpolitik in den USA, Kanada und Großbritannien verschärft. Die entstandenen Probleme betreffen die Definition und Messung der Geldmenge, die Stabilität der Geldnachfrage und die Transmission geldpolitischer

Impulse auf den realen Sektor. In anderen Ländern setzten sich die Innovationen allgemein langsamer und schrittweise durch und hatten daher für die Geldpolitik weniger weitreichende Folgen.

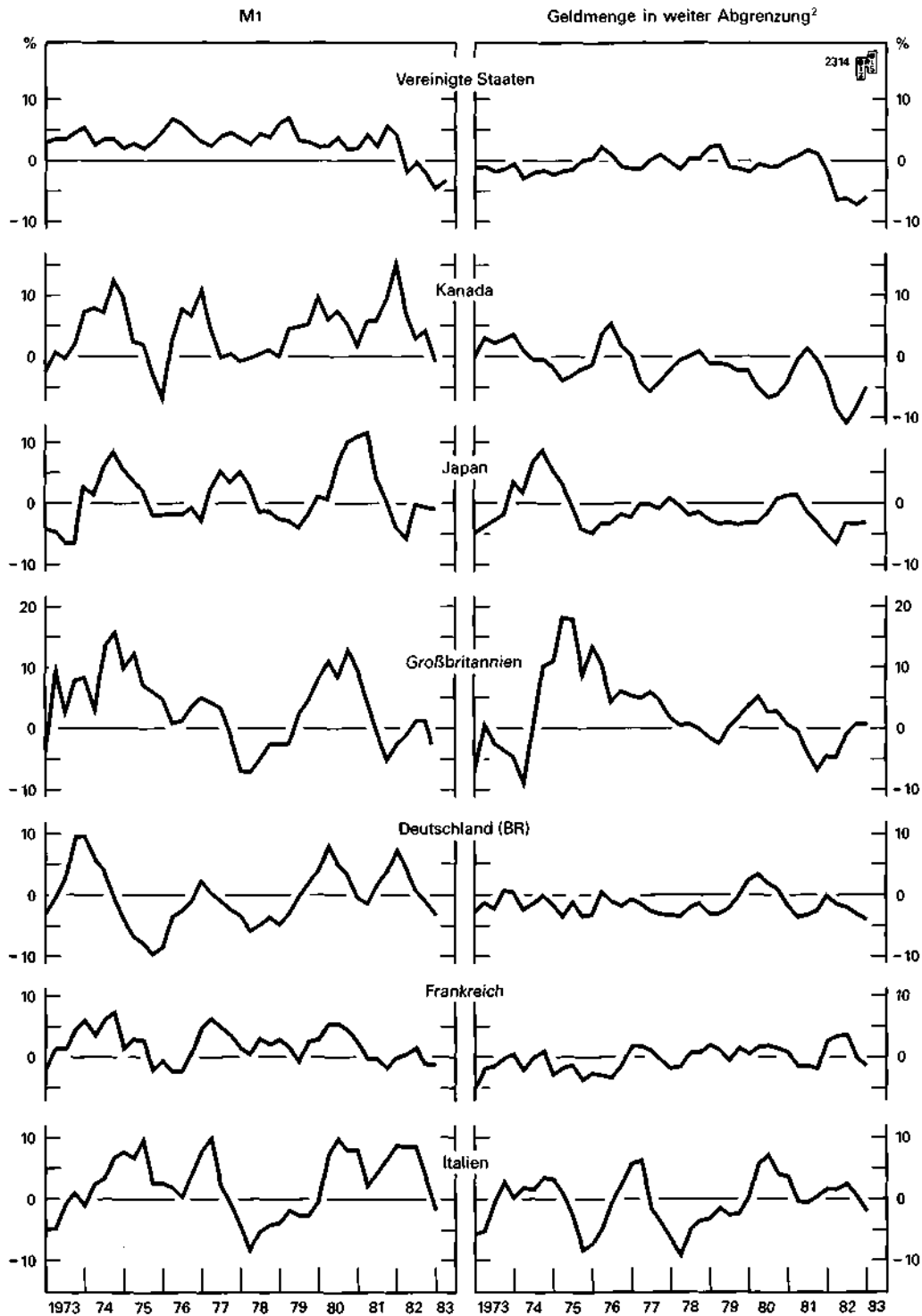
Desinflation und Geldumlaufgeschwindigkeit

Die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes hat sich in den meisten großen Industrieländern bei kleinen oder sogar negativen Veränderungsraten im letzten Jahr erheblich verlangsamt, nachdem 1980 und 1981 noch sehr hohe Werte bei den Zuwachsraten zu verzeichnen waren (s. Grafik). Berechnet als Relation zwischen nominalem Bruttosozialprodukt und Geldmenge wird die Umlaufgeschwindigkeit sowohl durch zyklische als auch langfristige Veränderungen zwischen Geldmenge und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage beeinflusst. Damit kann sie die Einflüsse von Kreditströmen widerspiegeln, die zur Finanzierung der gesamten Ausgaben beitragen, obwohl sie keine Gegenpositionen entsprechender Elemente der Geldmenge darstellen. Gerade in diesem Zusammenhang ist es nützlich, die Entwicklung der Gesamtbilanz des Finanzsystems zu untersuchen und nicht nur die Bewegungen der wie auch immer definierten Geldmenge und der ihr gegenüberstehenden Positionen auf der Kreditseite. Die Gesamtheit der Kreditströme steht in Beziehung zu Veränderungen sowohl der monetären als auch der nichtmonetären Geldvermögen. Daher kann die Entwicklung der Nachfrage nach finanziellen Aktiva dynamisch betrachtet nur in Verbindung mit Unterschieden in den Zinssätzen und Kreditmarktkonditionen hinreichend erklärt werden. So hat sich z.B. in den USA parallel zum Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M1 um über 85% von 1960 bis 1981 das Verhältnis der gesamten Kreditsumme zu M1 um etwa 95% erhöht, so daß die Umlaufgeschwindigkeit der gesamten Kreditsumme über den ganzen Zeitraum betrachtet praktisch gleich geblieben ist. Eine solche langfristige Trendentwicklung kann zum Teil die Folge eines finanziellen Innovationsprozesses sein, dessen Verlauf sich von Land zu Land oft sehr unterschiedlich darstellt. Zyklische Fluktuationen der Umlaufgeschwindigkeit können dagegen mit Veränderungen der Liquiditätspräferenzen, der Ausgabenquoten und der Zinssätze zusammenhängen.

Vor diesen Hintergrundüberlegungen beschäftigen sich dieser und die beiden folgenden Abschnitte mit den Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit und den über das Bankensystem oder andere Kanäle fließenden Kreditströmen, um die Grundlage für ein besseres Verstehen der jüngsten Entwicklungen zu schaffen. Geht man davon aus, daß die kurzfristigen Änderungen der Umlaufgeschwindigkeit im allgemeinen prozyklisch verlaufen, so ist das Absinken während des desinflationären Abschwungprozesses insgesamt gesehen nicht überraschend, wenngleich die jüngste Verlangsamung in zweierlei Hinsicht bemerkenswert zu sein scheint.

Erstens war der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit der zu Transaktionszwecken gehaltenen Geldbestände M1 bei fast allen in der Grafik gezeigten Ländern stark ausgeprägt. In den USA sticht die Abnahme besonders hervor, weil hier 1982 die Umlaufgeschwindigkeit von M1 effektiv um 3,6% gesunken ist, im Gegensatz zu einem jahresdurchschnittlichen Wachstum von über 3,5% im vorangegangenen Jahrzehnt. Auch in anderen Ländern, einschließlich Japan, Frankreich und – im zweiten Halbjahr 1982 – Deutschland, fiel die Umlaufgeschwindigkeit der eng

Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes¹



¹ Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Die Daten für die Geldmenge sind Quartalsdurchschnitte (Quartalsstände für Großbritannien). ² USA: L ("liquidity"); Kanada und Frankreich: M2; Japan: M2 und CDs; Großbritannien: PSL2; Deutschland und Italien: M3.

definierten Geldmenge. In Großbritannien scheint hingegen die Umlaufgeschwindigkeit über das Jahr gesehen stabil gewesen zu sein. Die offensichtliche Zunahme der Geldnachfrage könnte auf eine geringere Ausgaben- und Investitionsneigung und auf den damit verbundenen Rückgang der nominalen Zinssätze und der Inflationsrate zurückzuführen sein.

Zweitens ging 1982 und zu Beginn dieses Jahres auch die Umlaufgeschwindigkeit der weit definierten Geldmenge vielerorts zurück. In den USA fiel die Umlaufgeschwindigkeit von L („liquidity“) im letzten Jahr um über 6%, nachdem sie im Jahrzehnt davor keinen eindeutigen Trend aufgewiesen hatte. In Deutschland ist die Umlaufgeschwindigkeit vom M3 seit dem vierten Quartal 1980 nahezu kontinuierlich gesunken. Auch in Japan und Kanada fiel die Umlaufgeschwindigkeit der weit definierten Geldmenge im Verlauf von 1982 erheblich. Da diese Rückgänge anders als bei M1 kaum auf Veränderungen der Zinssätze oder der Zusammensetzung der Kreditnachfrage zurückzuführen sein dürften, könnte sich hier ein anderer Einflußfaktor ausgewirkt haben. Gerade im Umfeld einer stärker rezessiven Entwicklung und zunehmender Verunsicherung erscheint es durchaus möglich, daß die von Vorsichtsmotiven bestimmte Geldnachfrage und mitunter ganz allgemein die Nachfrage nach liquiden Geldvermögen zugenommen haben. Dies scheint auch angesichts des reduzierten Cash flows der Unternehmen, der wachsenden Schuldendienstbelastung und der zunehmenden Arbeitslosigkeit plausibel zu sein.

Ein Teil der starken Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit in einzelnen Ländern im Jahr 1982 dürfte wohl auf die auf Dauer geringere Verschuldungsneigung und den mit dem Rückgang der Inflation und der Inflationserwartungen zunehmenden Wunsch, Geldvermögen zu halten, zurückzuführen sein. Das Ausmaß dieser Änderungen ist allerdings noch ungewiß, da der außergewöhnlich ausgeprägte Desinflationsprozeß seit etwa 1979 die üblichen Schwierigkeiten bei der Unterscheidung zwischen andauernden und zyklischen Veränderungen noch verschärft hat. Genauer gesagt: Die abgestimmte Desinflationspolitik, die nach vielen Jahren zunehmender inflationärer Spannungen zum Tragen kam, war zwar, was die Drosselung der aktuellen Inflationsrate anging, in vielen Ländern bemerkenswert erfolgreich; trotz dieser Verbesserung bleibt jedoch im gegenwärtigen Stadium unklar, wie stark sich die bestehenden Inflationserwartungen abgeschwächt haben.

Wegen der großen Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit im letzten Jahr und der Mehrdeutigkeit der ihnen zugrundeliegenden Ursachen ist die Einschätzung der voraussichtlichen weiteren Entwicklung dieser Relation in der kommenden Periode mit vielen Unwägbarkeiten verbunden. Vor diesem Hintergrund sind die geldpolitischen Instanzen in jüngster Zeit zu einer flexibleren Haltung übergegangen, die durch eine geldpolitische Auflockerung und das Inkaufnehmen zeitweiser Überschreitungen ihrer monetären Zielvorgaben gekennzeichnet ist (s. Kapitel IV). Die Erfahrungen aus der Vergangenheit legen nahe, daß sich die jüngste Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit in der Tendenz zumindest teilweise wieder umkehren dürfte, wenn sich neues Vertrauen bildet und die Nachfrage wieder steigt. Dann könnte es – bei abklingender Unsicherheit – zu einer Ausweitung der Kreditnachfrage, festeren Zinssätzen und einem Abbau der erhöhten vorsorglich gehaltenen Geldbestände kommen. In einem solchen Fall scheint Vorsicht geboten,

daß eine Abschwächung der Liquiditätsvorliebe nicht zu neuem inflationären Druck führt. Wenn allerdings die Erwartungen hinsichtlich hoher Zinssätze und Inflationsraten endgültig gebrochen worden sind, ist damit auch die Wahrscheinlichkeit kleiner geworden, daß es zu einem Zurückspringen der Umlaufgeschwindigkeit auf ihren früheren Trend kommt. Angesichts dieser Unwägbarkeiten erscheint es wahrscheinlich, dass die geldpolitischen Instanzen ihre pragmatischere Handhabung der monetären Steuerung, sei es auch innerhalb der Grenzen der Zielvorgaben, weiterverfolgen.

Veränderte Grundmuster sektoraler Finanzierung

Einige der Verbindungselemente zwischen der Entwicklung der realen Wirtschaft und den Finanzströmen zeigen sich in der Verteilung der Nettofinanzierungsüberschüsse und -defizite auf die Wirtschaftssektoren. Vorläufigen Angaben zufolge liefen die Veränderungen dieser sektoralen Finanzierungssalden im Jahr 1982 allgemein auf eine Fortsetzung der Entwicklungslinien hinaus, die sich seit 1979 oder 1980 in den meisten Ländern ergeben haben. Unter dem Einfluß der schwächeren Nachfrage, höherer Zinssätze und einer wachsenden Kapitaldienstbelastung bauten die Unternehmen in fast allen Ländern weiter Arbeitskräfte ab, sparten Kosten ein und drosselten die Anlage- und Vorratsinvestitionen. Das Ergebnis war – wie die umstehende Tabelle zeigt – eine weitere Reduzierung des Defizits des Unternehmenssektors oder, wie im Fall Belgiens, eine Zunahme seines Finanzierungsüberschusses. Eindeutige Ausnahmen bildeten nur Japan, wo das Finanzierungsdefizit 1982 leicht bis nahe an das Niveau der Jahre 1975/76 stieg, Großbritannien und die Niederlande, wo der Überschuß geringfügig abnahm, und Frankreich.

Die Entwicklung des Nettofinanzierungssaldos der privaten Haushalte war im letzten Jahr vor allem durch Einsparungen geprägt. Hauptsächlich als Folge eines Anstiegs der Ersparnis aus Vorsorgegründen und einer Drosselung der Aufwendungen für den Wohnungsbau erhöhte sich der Finanzierungsüberschuß des Sektors in mehreren Ländern, insbesondere in den USA, Kanada, Frankreich und den Niederlanden. Gerade entgegengesetzt verlief die Entwicklung in Großbritannien, wo der Überschuß sich von 1980 bis 1982 drastisch verminderte. Als ein Grund hierfür wurde der Rückgang der Inflationsrate und des Zinsniveaus genannt, der die Haushalte zum Teil der Notwendigkeit enthob, den Wertverlust ihres finanziellen Vermögens durch zusätzliche Ersparnisse auszugleichen. Ein anderer Grund liegt in der sehr früh einsetzenden Erholung der Wohnungsbaunachfrage.

Bei dem vorherrschenden Bestreben des privaten Sektors, zusätzliches Geldvermögen aufzubauen, mußte – mit Ausnahme der Fälle, in denen entgegengesetzte Veränderungen im Finanzierungssaldo des Auslands zu verzeichnen waren – zwangsläufig das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors steigen. Wie die Tabelle zeigt, waren die Defizite dieses Sektors im letzten Jahr verglichen mit 1979 sehr hoch, wobei insbesondere die USA, Kanada und die Niederlande beträchtliche Zuwächse aufwiesen. Jedoch versuchten mehrere Länder, wie in Kapitel II beschrieben, die strukturelle (Trend-)Komponente der Defizite ihrer öffentlichen Sektoren zu vermindern. Dadurch gelang es in einigen Fällen – insbesondere in

Finanzierungssalden der Sektoren¹

	Jahre ²	Privater Sektor			Öffentlicher Sektor	Übrige Welt	Restposten
		Haushalte	Unternehmen	Zusammen			
in Prozent des Bruttosozialprodukts							
USA	1975/76	4,5	- 0,3	4,2	- 4,1	- 0,3	0,2
	1979	2,2	- 2,3	- 0,1	- 0,4	0,8	- 0,3
	1980	3,6	- 1,2	2,4	- 2,6	0,2	-
	1981	4,3	- 1,9	2,4	- 2,2	0,2	- 0,4
	1982 ³	5,1	- 0,4	4,7	- 5,1	0,4	-
Kanada	1975/76	4,9	- 5,1	- 0,2	- 2,5	2,4	0,3
	1979	5,5	- 5,7	- 0,2	- 1,8	1,9	0,1
	1980	6,7	- 5,0	1,7	- 2,1	0,4	-
	1981	7,1	- 8,0	- 0,9	- 1,2	1,6	0,5
	1982 ³	9,3	- 3,9	5,4	- 5,5	- 0,8	0,9
Japan	1975/76	11,0	- 4,1	6,9	- 7,4	- 0,3	0,8
	1979	9,2	- 3,1	6,1	- 8,0	0,9	1,0
	1980	8,3	- 3,5	4,8	- 6,8	1,1	0,9
	1981	11,2	- 3,1	8,1	- 7,4	- 0,5	- 0,2
	1982 ³	11,0	- 3,9	7,1	- 7,1	- 0,7	0,7
Großbritannien	1975/76	5,1	- 0,2	4,9	- 6,9	1,0	1,0
	1979	6,7	- 1,5	5,2	- 4,3	0,4	- 1,3
	1980	8,2	- 0,6	7,6	- 4,4	- 1,3	- 1,9
	1981	6,6	0,8	7,4	- 3,2	- 2,4	- 1,8
	1982 ³	4,8	0,2	5,0	- 2,5	- 1,5	- 1,0
Frankreich	1975/76	4,7	- 4,4	0,3	- 1,3	0,9	0,1
	1979	3,6	- 3,5	0,1	- 0,7	0,1	0,5
	1980	2,8	- 5,1	- 2,3	0,3	1,4	0,6
	1981	3,7	- 4,5	- 0,8	- 1,6	1,5	0,9
	1982 ³	5,1	- 5,7	- 0,6	- 2,6	2,9	0,3
Deutschland (BR)	1975/76	8,5	- 3,1	5,4	- 4,5	- 0,8	- 0,1
	1979	7,0	- 5,2	1,8	- 2,7	0,9	-
	1980	7,3	- 6,2	1,1	- 3,2	2,1	-
	1981	7,9	- 5,1	2,8	- 4,0	1,2	-
	1982 ³	7,7	- 3,4	4,3	- 3,9	- 0,3	0,1
Italien	1975/76	15,5	- 7,6	7,9	-10,8	0,9	2,0
	1979	14,6	- 1,3	13,3	-10,0	- 1,7	- 1,6
	1980	12,5	- 7,1	5,4	- 9,6	2,5	1,7
	1981	14,5	- 7,6	6,9	-12,4	2,3	3,2
	1982 ³	14,7	- 4,1	10,6	-13,0	1,6	0,8
Belgien	1975/76	7,7	- 1,1	6,6	- 6,9	- 0,2	- 0,5
	1979	5,6	0,4	6,0	- 8,9	2,9	-
	1980	6,4	0,9	7,3	-12,2	4,9	-
	1981	10,7	1,4	12,1	-16,5	4,4	-
	1982 ³	9,3	3,2	12,5	-16,1	3,6	-
Niederlande	1975/76	8,7	- 2,1	6,6	- 4,0	- 2,6	-
	1979	5,1	- 0,7	4,4	- 5,8	1,4	-
	1980	5,4	- 1,2	4,2	- 5,9	1,7	-
	1981	7,6	1,6	9,2	- 7,2	- 2,0	-
	1982 ³	9,5	1,4	10,9	- 8,5	- 2,4	-

¹ Diese Finanzierungssalden basieren auf Angaben der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung oder der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und sind die Differenz zwischen den Ersparnissen der Sektoren (zuzüglich geleisteter und empfangener Vermögensübertragungen) und ihren Investitionen. Der Saldo der übrigen Welt entspricht in etwa dem Ergebnis der Leistungsbilanz (mit umgekehrtem Vorzeichen). Die Finanzierungssalden der Sektoren addieren sich daher zu Null (abgesehen von dem Restposten, der in einigen Fällen auch die Salden bestimmter Finanzinstitute und Versicherungsgesellschaften enthält). ² Jahresdurchschnittswerte für 1975/76. ³ Vorläufig.

Großbritannien, im letzten Jahr aber auch in Japan und Deutschland -, das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors gemessen am Bruttosozialprodukt sogar im Umfeld einer allgemeinen Desinflation zu vermindern. Gleichzeitig litten Italien und Belgien unter besonders hohen strukturellen Finanzierungsdefiziten des öffent-

lichen Sektors, während der Staatssektor in Frankreich durch die unternommenen Versuche, Produktion und Beschäftigung zu stützen, tiefer ins Defizit geriet.

Abschwächung der gesamten Kreditströme

Die Veränderungen im intersektoralen Grundmuster von Nettoausleihungen und -verschuldung gingen im letzten Jahr allgemein mit einem schwächeren Wachstum der über die Banken oder andere Kanäle fließenden gesamten inländischen Kreditströme einher. Die umstehende Tabelle zeigt für eine ausgewählte Gruppe von Ländern ein näherungsweise Maß für diese Gesamtströme. Dabei ist zu beachten, daß die so berechnete Verschuldung keine Abzüge für Veränderungen der finanziellen Aktiva der Sektoren enthält und damit generell höher ist als die oben diskutierten Nettofinanzierungssalden.

In den USA ist die Gesamtsumme aller auf den Kreditmärkten von inländischen nichtfinanziellen Schuldnern aufgenommenen Mittel – gemessen am Bruttosozialprodukt – erheblich unter das ungewöhnlich hohe Niveau des Jahres 1979 gesunken. Nachdem sie 1981 um 3 Prozentpunkte gefallen war, hat sich die Relation im letzten Jahr hauptsächlich wegen des starken Anstiegs der öffentlichen Verschuldung, zum Teil aber auch infolge der erheblichen Wachstumsabschwächung des nominalen Sozialprodukts wieder leicht erhöht. In den meisten anderen Ländern wiesen die gesamten aufgenommenen Mittel ein mehr oder weniger ausgeprägtes zyklisches Verhaltensmuster auf. So sank in Deutschland die Gesamtsumme der von den inländischen nichtfinanziellen Sektoren aufgenommenen Kredite 1982 auf 12,1% des Bruttosozialprodukts, verglichen mit 15,6% im Jahr zuvor (diese Schätzungen enthalten die Verschuldung im Ausland). Vergleichbar hierzu fielen in Großbritannien die von inländischen nichtfinanziellen Sektoren insgesamt aufgenommenen Mittel in Relation zum Bruttosozialprodukt weiter und erreichten ein erheblich niedrigeres Niveau als im Jahr 1979. In Japan schwächte sich 1982 die Expansion der gesamten Kreditsumme relativ zum Bruttosozialprodukt etwas ab, doch lag das Verhältnis in der Größenordnung von 1979. Im Gegensatz dazu beschleunigte sich in Frankreich seit 1979 das gesamte Kreditwachstum leicht im Vergleich zum Wachstum des Bruttosozialprodukts.

Die Tabelle gibt auch ein näherungsweise Bild der Verschiebungen in der Struktur der Kreditnachfrage zwischen den verschiedenen Sektoren und Märkten. Übereinstimmend mit den oben genannten Daten der sektoralen Finanzierungssalden hat der Unternehmenssektor allgemein weniger Darlehen aufgenommen, die Mittelbeschaffung über Anleihe- und Aktienemissionen jedoch gleichgehalten oder sogar ausgeweitet. Dieses typisch konjunkturelle Phänomen erklärt sich daraus, daß die Unternehmen vor der Notwendigkeit stehen, ihre Bilanzen zu konsolidieren, und daß sich hierfür bei sinkenden Zinssätzen günstige Marktkonditionen bieten. Darüber hinaus scheint es, daß die Betonung der längerfristigen Finanzierung im Jahresverlauf zunahm. Bei den privaten Haushalten ging die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten – mit Ausnahme von Großbritannien – zurück, während die sonstige Kreditnachfrage offenbar stetig wuchs. Am ausgeprägtesten jedoch sind die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern in bezug auf die Kreditaufnahme der öffentlichen Hand. Hier stehen im Vergleich zu 1979 erhebliche Zunahmen (relativ

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner¹

	Jahre	Kreditnehmer							Ins- gesamt
		Unternehmenssektor ²				Haushaltssektor ²		Öffent- licher Sektor ²	
		Aktien	Anleihen	Dar- lehen ³	Zu- sammen ⁴	Woh- nungs- bau- kredite ⁵	Andere		
in Prozent des Bruttosozialprodukts									
USA	1975/76	0,6	1,7	1,7	4,0	3,1	1,2	5,7	14,0
	1979	-0,3	1,3	5,1	6,1	5,0	2,3	2,4	15,8
	1980	0,5	1,6	3,4	5,5	3,7	0,8	4,0	14,0
	1981	-0,4	1,2	4,3	5,1	2,8	1,3	3,7	12,9
	1982	0,1	1,2	2,6	3,9	1,8	1,0	6,8	13,5
Japan	1975/76	0,7	0,8	9,5	10,8		5,0	10,0	25,8
	1979	0,6	0,6	4,7	6,2		5,2	10,6	22,0
	1980	0,6	0,3	6,5	7,8		4,4	10,8	23,0
	1981	0,8	0,5	7,4	8,4		3,9	10,5	22,8
	1982 ⁶	0,8	0,6	7,2	8,6		3,5	8,6	20,7
Großbritannien ...	1975/76	0,8	0,1	1,7	3,6	3,4	0,1	8,7	15,8
	1979	0,5	0,0	2,7	3,5	3,4	1,9	6,5	15,3
	1980	0,4	0,2	3,3	4,7	3,3	1,6	5,4	15,0
	1981	0,7	0,0	3,2	4,3	3,9	1,8	4,3	14,3
	1982	0,4	0,0	3,0	3,8	5,1	2,0	2,0	12,9
Frankreich	1975/76	1,2	0,9	5,6	7,7		4,9	4,2	16,8
	1979	1,0	0,5	5,9	7,4		6,2	2,9	16,5
	1980	1,7	0,7	6,6	9,0		4,5	1,9	15,4
	1981	1,5	0,4	6,4	8,3		5,1	3,4	16,8
	1982	1,0	1,1	5,6	7,7		4,2	5,4	17,3
Deutschland (BR) ...	1975/76	0,4	0,0	2,3	5,0	2,3	1,0	5,2	13,5
	1979	0,3	-0,2	4,1	5,4	4,2	1,4	3,1	14,1
	1980	0,3	0,1	3,5	6,2	4,1	0,8	3,7	14,8
	1981	0,2	0,0	3,1	6,5	3,6	0,5	5,0	15,6
	1982	0,3	0,2	2,0	4,3	2,8	0,6	4,4	12,1

¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. USA: auf den Kreditmärkten aufgenommene Mittel; Japan: Begebung von Wertpapieren sowie Darlehen der Finanzinstitute und des Auslands; Großbritannien: gesamte Kreditaufnahme der aufgeführten Sektoren ohne Handelskredite und Kreditbeziehungen innerhalb der einzelnen Unternehmen; Frankreich: gesamte erfaßte Kreditaufnahme. ² In Japan und Großbritannien ist die Verschuldung der öffentlichen Unternehmen in der öffentlichen Verschuldung und – in diesen Ländern wie auch in Frankreich – die der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit bei den Krediten an die privaten Haushalte erfaßt. ³ Einschließlich Geldmarktpapiere. ⁴ Einschließlich Kreditaufnahme im Ausland. ⁵ Deutschland: Wohnungsbaukredite insgesamt. ⁶ Vorläufig.

Kap. II, 35a

zum Bruttosozialprodukt) in den USA und Frankreich beträchtlichen Einschränkungen in Großbritannien und – weniger ausgeprägt – in Deutschland gegenüber. In Japan reduzierte sich im vergangenen Jahr die Inanspruchnahme der Kreditmärkte durch die öffentliche Hand relativ zum Bruttosozialprodukt erheblich, blieb jedoch im Vergleich zu anderen Ländern hoch, was im wesentlichen auf ihre Funktion als Gegengewicht zur hohen privaten Ersparnis zurückzuführen ist.

Bankkredite und monetäres Wachstum

Die Verlangsamung des Wachstums der Kreditfinanzierung im letzten Jahr war hauptsächlich auf die von den Banken (eingeschlossen die Zentralbank) herausgelegten Kredite zurückzuführen. Dies kann für sich genommen nicht überraschen, wenn man an die Bedeutung der Kreditschöpfung der Banken im Vergleich zu den über andere Finanzinstitute oder direkt über die Märkte fließenden Kreditströmen denkt. Es ist jedoch bemerkenswert, daß in jüngster Zeit in den meisten Ländern die relative Bedeutung der Bankkredite als Folge der langjährigen ausgeprägten und

unterschiedlich starken Inflationsentwicklung gestiegen ist. Sowohl Schuldner als auch Gläubiger im privaten Sektor hatten eine zunehmende Risikoscheu gegenüber langfristigen Finanzierungsverpflichtungen entwickelt, so daß es zu einer starken Abhängigkeit von kurzfristigen Bankfinanzierungen kam.

Das Wachstum der gesamten inländischen Bankkredite verminderte sich im letzten Jahr in allen Ländern der Zehnergruppe, ausgenommen die USA, Italien und Belgien. Die Abschwächung war vor allem auf das starke Nachlassen der Darlehen an den privaten Sektor zurückzuführen – teilweise eine Folge des geringeren Liquiditätsbedarfs der privaten Unternehmen, der sich aus der Abschwächung der Inflation und dem Vorratsabbau ergab. Geht man von dem zunehmenden Rückgriff der Unternehmen auf Bankkredite zur Deckung ihrer längerfristigen Finanzierungserfordernisse aus, so stand ferner die Abflachung der Kreditvergabe der Banken mit dem ausgeprägten Rückgang der Anlageinvestitionen im letzten Jahr in Zusammenhang. In vielen Ländern gaben die Banken auch weniger Neukredite für den Wohnungsbau und den Erwerb dauerhafter Konsumgüter. Großbritannien, Schweden und Dänemark waren die einzigen in der umstehenden Tabelle aufgeführten Länder, in denen im letzten Jahr der Beitrag der Bankkredite an den privaten Sektor zum Wachstum der weit definierten Geldmenge gestiegen ist. In Frankreich setzte sich 1982 das relativ starke Wachstum der inländischen Kreditvergabe – teilweise aufgrund der hohen Nachfrage der Unternehmen namentlich des öffentlichen Sektors nach Finanzierungsmitteln – weiter fort.

Die Regierungen waren im letzten Jahr allgemein bemüht, die Kreditfinanzierung der öffentlichen Haushaltsdefizite zu drosseln, um ohne eine übermäßige Ausweitung der Geldversorgung mehr Raum für die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor zu schaffen. Den meisten Ländern gelang dies, wobei Großbritannien besondere Beachtung verdient. 1982 fielen die gegenüber der öffentlichen Hand ausstehenden Forderungen des britischen Bankensektors um nicht weniger als 10%, während die Sterlingforderungen an den privaten Sektor um fast 20% zunahmen. Diese Entwicklung war eine Folge der „Überfinanzierung“ des Defizits der öffentlichen Hand. Aufgrund der erfolgreichen Plazierung von Staatspapieren außerhalb des Bankensektors ergab sich in der Tat ein negativer Beitrag des öffentlichen Sektors zum Wachstum des Geldangebots. Die damit verbundenen Verknappungen auf dem Geldmarkt wurden von der Zentralbank durch den Kauf kurzfristiger Staatspapiere und im Jahresverlauf 1982 zunehmend auch durch den Erwerb von Handelswechseln vom Bankensystem ausgeglichen. Auf diese Weise stiegen die Ausleihungen der Banken an den Unternehmenssektor, während gleichzeitig der Gefahr einer Überschreitung der Geldmengenziele entgegengetreten wurde. Auch in Japan, Frankreich, Deutschland, Schweden und der Schweiz ging im letzten Jahr der Beitrag der staatlichen inländischen Kreditaufnahme zum Wachstum der weit definierten Geldmenge zurück; nur in Italien, Belgien und Österreich stieg der Beitrag der öffentlichen Verschuldung deutlich. Einschränkend muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß die Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland im letzten Jahr in Belgien, Schweden und Dänemark besonders groß war. Devisenerträge hielten den Abbau der Nettoauslandsforderungen des Bankensystems in Grenzen und trugen zu aufgelockerteren monetären Bedingungen im Inland bei, als es sich andernfalls ergeben hätte.

Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung¹

	Jahr	Beiträge zur Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung:					Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung ⁸
		Kreditaufnahme des privaten Sektors ²	Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors ³	Gesamte inländische Kreditaufnahme bei Banken	Nettoforderungen gegenüber der übrigen Welt ⁴	Sonstige Beiträge ⁵	
		Dezember gegen Vorjahr in Prozentpunkten						Prozent
USA	1979	8,7	0,0	8,7	- 1,4	0,5	7,9
	1980	5,9	1,0	6,9	2,6	- 0,7	8,8
	1981	4,6	0,1	4,7	2,7	2,7	10,1
	1982	4,2	1,1	5,3	2,4	1,4	9,2
Kanada	1979	17,5	- 0,1	17,4	- 1,4	- 0,1	15,9
	1980	10,7	- 0,2	10,5	0,0	0,5	11,0
	1981	33,6	- 0,3	33,3	- 1,6	- 4,2	27,5
	1982	0,2	1,1	1,3	1,2	1,7	4,2
Japan	1979	7,7	2,3	10,0	- 2,3	1,4	9,1
	1980	8,0	2,0	10,0	- 1,0	- 1,8	7,2
	1981	9,0	2,9	11,9	- 0,2	- 0,7	11,0
	1982	8,6	1,2	9,8	- 0,6	- 2,8	6,3
Großbritannien	1979	16,5	3,3	19,8	- 6,0	- 1,1	12,7
	1980	17,1	4,7	21,8	- 0,8	- 2,4	18,6
	1981	16,4	- 0,8	15,6	0,4	- 2,5	13,5
	1982	20,4	- 5,8	14,6	- 2,9	- 2,4	9,3
Frankreich	1979	14,2	1,1	15,3	0,6	- 1,5	14,4
	1980	11,8	- 0,5	11,3	2,0	- 3,5	9,8
	1981	15,1	2,4	17,5	- 0,5	- 5,6	11,4
	1982	14,0	2,1	16,1	- 3,2	- 1,5	11,4
Deutschland (BR)	1979	17,1	4,1	21,2	- 3,8	-11,3	6,0
	1980	14,6	3,5	18,1	- 1,5	-10,4	6,2
	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,7	7,1
Italien	1979	8,3	10,7	19,0	1,6	2,5	23,2
	1980	7,0	12,5	19,5	- 2,0	- 0,2	17,3
	1981	4,6	12,8	17,4	0,5	- 1,9	16,0
	1982	3,7	14,3	18,0	- 0,7		17,3
Belgien	1979	9,8	6,4	16,2	- 7,8	- 2,1	6,4
	1980	5,0	8,5	13,5	- 1,2	- 8,8	3,5
	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,6	11,3	12,9	- 7,4	1,6	7,1
Niederlande	1979	25,6	6,3	31,9	- 3,6	-20,8	7,5
	1980	17,8	4,2	22,0	- 3,7	-14,5	3,8
	1981	10,1	3,7	13,8	3,8	-12,4	5,3
	1982	5,3	5,1	10,4	3,9	- 5,6	8,8
Schweden	1979	12,8	11,0	23,8	- 4,3	- 3,0	16,5
	1980	10,8	14,1	24,9	- 2,6	-10,0	12,3
	1981	9,7	15,2	24,9	- 3,2	- 7,9	13,8
	1982	12,3	8,4	20,7	- 2,7	-10,2	7,8
Schweiz	1979	6,2	0,2	6,4	- 2,4	4,8	8,8
	1980	9,3	0,0	9,3	0,5	- 5,5	4,3
	1981	8,4	0,4	8,8	- 0,9	- 3,7	4,2
	1982	3,1	0,0	3,1	2,8	- 0,7	5,2
Österreich	1979	10,4	6,2	16,6	- 1,3	- 9,1	6,2
	1980	8,5	5,7	14,2	- 1,1	- 4,4	8,7
	1981	10,1	3,9	14,0	1,0	- 2,9	12,1
	1982	2,0	6,9	8,9	4,4	0,9	14,2
Dänemark	1979	3,7	15,3	19,0	- 3,7	- 4,5	10,8
	1980	6,0	11,3	17,3	- 7,4	- 1,8	8,1
	1981	4,8	15,4	20,2	- 8,8	- 1,8	9,6
	1982	9,8	16,0	25,8	-13,6	- 1,1	11,1

¹Auf der Basis von unbereinigten Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. ²USA, Kanada und Schweiz: nur Kredite der Geschäftsbanken. ³USA: nur von Geschäftsbanken gehaltene Papiere des Schatzamts; Frankreich: nur Zentralregierung; Großbritannien und Dänemark: einschließlich öffentlicher Kreditaufnahme im Ausland. ⁴USA: nur Geschäftsbanken; Kanada: Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegenüber Gebietsansässigen und Gebietsfremden; Frankreich: nur Bank von Frankreich; Schweiz: nur amtliche Reserven. ⁵Einschließlich nichtmonetärer Verbindlichkeiten der Banken. ⁶USA, Kanada, Frankreich, Belgien, die Niederlande und Dänemark: M₂; Japan: M₂ und CDs; Deutschland, Italien, Schweden, Österreich und Schweiz: M₃; Großbritannien: Sterling-M₃.

In den meisten Ländern verlangsamte sich das Wachstum der weit definierten Geldbestände weder 1982 noch mittelfristig seit 1979 oder 1980 so stark wie das der inländischen Bankkredite. Ein Grund hierfür war die Verbesserung der Nettoauslandsposition des Bankensystems, die z.B. in den Niederlanden, der Schweiz und Österreich zu beobachten war. Eine andere Ursache lag darin, daß die Abschwächung der Kreditnachfrage in einigen Fällen – z.B. in Deutschland, Belgien, den Niederlanden und Österreich – mit einer geringeren Ausweitung oder sogar einem Rückgang der Nichteinlagenverbindlichkeiten einherging. Diese Punkte machen unter anderem deutlich, wie selbst innerhalb des Bankensystems Veränderungen in den Kreditströmen und ihren Gegenpositionen zur Abschwächung der Umlaufgeschwindigkeit der weit definierten Geldmenge beigetragen haben könnten. Aus dem gleichen Grund verlangsamte sich im letzten Jahr in einigen Ländern – darunter die USA, Japan, Großbritannien und Schweden – das Wachstum der weit definierten Geldmenge stärker als das der inländischen Bankkredite, was auf einen geringeren Beitrag oder eine Verschlechterung der Nettoauslandsposition und/oder ein relativ stärkeres Wachstum der Nichteinlagenverbindlichkeiten zurückzuführen war.

Wiederbelebung der Kapitalmarktaktivitäten?

Einige vorhandene Daten legen den Schluß nahe, daß die Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors 1982 ihre Ausleihungen an Unternehmen und private Haushalte weniger stark ausweiteten, wenngleich die Kreditnachfrage in diesem Bereich im zweiten Halbjahr etwas zunahm. In den USA stiegen die Ausleihungen privater Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors – vor allem der Spar- und Versicherungsinstitute, Finanzierungsgesellschaften und Geldmarktfonds – im Jahr 1982 nur um 6,6%, verglichen mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,8% während der drei vorangegangenen Jahre. In Kanada scheint der private Sektor seine direkten Wertpapierkäufe (insbesondere Staatsanleihen) erhöht zu haben, während gleichzeitig seine Neuanlagen bei Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors geringer ausfielen. In Deutschland ging im letzten Jahr das Wachstum der Kreditanträge bei Bausparkassen und Kreditgenossenschaften erheblich zurück, in Frankreich und Italien war ebenfalls eine Abschwächung der Ausleihungen der Nichtbankfinanzinstitute an den privaten Sektor zu verzeichnen, die im Falle Frankreichs durch einen Anstieg der Anleihe- und Aktienkäufe ausgeglichen wurde. Japan ist ein weiteres Land, wo die Finanzströme außerhalb des Bankensektors (hauptsächlich über Treuhandkonten, Versicherungsgesellschaften und Finanzinstitute der öffentlichen Hand) im Jahr 1982 weniger stark zunahm. Hingegen profitierten die Bausparkassen in Großbritannien von einem ausgeprägten Anstieg ihrer Einlagen, steigerten die vergebenen Darlehen und Hypotheken für Hauskäufe und erhöhten ihre Bestände an Staatsanleihen und sonstigen Finanzanlagen beträchtlich. Hingegen hat sich das Wachstum der Finanzanlagen der Versicherungsgesellschaften erheblich abgeschwächt. Insgesamt gesehen hat es den Anschein, daß in mehreren Ländern die Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors, und in einigen Fällen auch die Banken, in der Lage waren, ihre Bestände an Staatspapieren zu erhöhen und auch vermehrt Wertpapiere des privaten Sektors in ihre Portefeuilles zu nehmen. Hinzu kam, daß sich die privaten Investoren außerhalb des Bankensektors nach der Jahresmitte ebenfalls verstärkt den Wertpapiermärkten zuwandten. Die

folgenden Abschnitte beschäftigen sich mit dem Markt für Neuemissionen, wo im letzten Jahr verschiedene neue Entwicklungen zu verzeichnen waren.

Nach nahezu einem Jahrzehnt geringer Emissionsaktivität auf den inländischen Märkten für festverzinsliche Anleihen gab es 1982, insbesondere im Umfeld sinkender Zinssätze während der zweiten Jahreshälfte, einige Anzeichen für eine Wiederbelebung dieser langfristigen Finanzierungsart. Obwohl ein großer Teil des jüngsten Anstiegs der Anleihebegebungen auf Regierungen und öffentliche Institutionen entfiel, zeigt die nachstehende Tabelle, daß es in bestimmten Ländern auch beachtliche Zunahmen bei der Neuemission von Industriefinanzierungen gegeben hat. Die Finanzierung durch Aktienemission hob sich 1982 allgemein wenig vom Vorjahresstand ab, obwohl der massive Kursanstieg nach der Jahresmitte die Aussichten hierfür verbessert hat.

Unter Berücksichtigung der Tilgungen stieg die Emissionstätigkeit auf den inländischen Anleihemärkten 1982 in den USA, Frankreich, Deutschland und der Schweiz an, sank jedoch geringfügig in Kanada und Großbritannien. In Japan stiegen im letzten Jahr die Bruttoemissionen, während sich netto gerechnet ein leichter Rückgang ergab. Deutlich geringere Aktienemissionen waren in Kanada, Großbritannien und der Schweiz zu verzeichnen.

Die Schwachstellen in den Bilanzen der Unternehmen, das Vertrauen dieses Sektors auf den Bankkredit bei der Außenfinanzierung und das Bestreben, die Geldschöpfungseffekte der öffentlichen Defizite zu begrenzen – all diese Faktoren machen die Wiederbelebung der Kapitalmarktaktivität zu einem Hauptanliegen der aktuellen Geldpolitik. Seit den frühen siebziger Jahren hat die Erfahrung der – verglichen mit der historischen Entwicklung – hohen Inflationsraten und Zinssätze zu einer Art Teufelskreis geführt. Die mit der Beschaffung langfristiger Mittel verbundenen Unwägbarkeiten haben die Unternehmen in einigen Ländern genötigt, sehr stark auf kurzfristige Bankkredite zurückzugreifen, was zu einem verstärkten Geldmengenwachstum führte. Hinzu kam, daß die hohe und relativ unelastische Nachfrage des öffentlichen Sektors nach Finanzierungsmitteln zur Steigerung der Zinssätze und de facto zu einem Verdrängungswettbewerb zu Lasten der kursempfindlicheren Anleiheemissionen der Unternehmen beitrug. Allerdings wurde dieses Ergebnis in einigen Ländern durch die Auslandsverschuldung der öffentlichen Hand abgeschwächt.

Im zweiten Halbjahr 1982 schuf der Rückgang der Inflation zusammen mit den niedrigeren Zinssätzen günstigere Emissionsbedingungen. Mit nur zögernd nachgebenden langfristigen Zinssätzen verschwand nach und nach die inverse Zinsstruktur, die in den Jahren 1980/81 in allen Ländern vorherrschend gewesen war. In der Folgezeit hat sich die positive Neigung der Renditenkurve verstärkt. Dennoch werden die Zinsen (insbesondere die realen Zinssätze) noch immer als hoch empfunden und müssen weiter sinken. Wenn dies nicht sofort geschieht, sondern erst für die Folgezeit erwartet wird, werden die Unternehmen davon abgehalten, in größerem Umfang zu langfristigen festverzinslichen Finanzierungen überzugehen. Zweifel am langfristigen Erfolg der Inflationsbekämpfung, insbesondere was die Aussichten für die Entwicklung der öffentlichen Kreditnachfrage betrifft, tragen ebenfalls dazu bei, die Kosten der langfristigen Mittelbeschaffung hochzuhalten. Ein

Neuemissionen von Aktien und Anleihen auf inländischen Kapitalmärkten¹

Land/Jahre	Aktien	Anleihen ²	Emissionen insgesamt		Anleiheemissionen durch				
					Öffentlichen Sektor	Private nicht-finanzielle Unternehmen ³	Finanzinstitute	Übrige Welt	
									in nationalen Währungen ⁴	in Prozent des BSP	in Prozent der gesamten Anleiheemissionen
USA	1975-77 ⁵ ...	11,2	136,5	147,7	8,5	72,2	17,3	5,6	4,9
	1980 ...	20,5	195,1	215,6	8,2	79,0	17,0	3,6	0,4
	1981 ...	25,3	183,1	208,4	7,1	84,4	13,1	- 0,4	3,0
	1982 ...	30,6	291,9	322,5	10,5	89,3	7,7	0,8	2,2
Kanada	1975-77 ⁵ ...	1,9	8,1	10,0	5,3	71,8	21,3	5,9	0,9
	1980 ...	5,4	16,0	21,4	7,3	89,3	7,2	2,1	1,3
	1981 ...	5,8	11,6	17,4	5,2	83,0	10,5	6,2	0,4
	1982 ...	3,8	10,6	14,4	4,1	91,6	9,3	- 3,2	2,3
Japan	1975-77 ⁵ ...	1,1	13,6	14,7	8,9	76,2	6,3	17,4	-
	1980 ...	1,4	19,3	20,7	8,8	88,5	2,9	8,6	-
	1981 ...	2,1	20,8	22,9	9,1	85,0	5,1	9,8	-
	1982 ...	2,0	19,5	21,5	8,1	81,3	3,3	15,4	-
Großbritannien	1975-77 ⁵ ...	1,0	7,4	8,4	6,8	100,2	-	0,4	- 0,7
	1980 ...	1,0	11,1	12,1	5,3	100,1	0,4	- 0,6	0,1
	1981 ...	1,8	7,6	9,4	3,8	96,2	1,1	- 1,2	3,9
	1982 ...	1,0	6,5	7,5	2,7	88,2	- 1,2	4,3	8,7
Frankreich	1977 ...	11,1	39,1	50,2	2,6	26,8	20,8	51,7	0,8
	1980 ...	21,1	92,0	113,1	4,1	33,7	12,1	53,2	1,1
	1981 ...	23,3	82,5	105,8	3,4	27,6	7,8	64,2	0,4
	1982 ...	24,2	118,9	143,1	4,0	31,7	18,3	49,0	1,0
Deutschland (BR)	1975-77 ⁵ ...	5,5	51,0	56,5	5,1	33,4	- 0,7	62,6	4,8
	1980 ...	6,9	52,6	59,5	4,0	9,4	- 2,4	79,1	13,9
	1981 ...	5,5	73,0	78,5	5,1	- 3,6	- 1,3	96,5	8,4
	1982 ...	5,9	83,7	89,7	5,6	34,1	- 0,8	53,5	13,1
Schweiz	1975-77 ⁵ ...	1,0	7,1	8,1	5,5	30,9	27,1	13,6	28,4
	1980 ...	2,1	10,1	12,2	6,9	5,1	8,4	41,5	45,0
	1981 ...	1,9	12,3	14,2	7,3	6,9	8,1	30,7	54,3
	1982 ...	0,3	15,8	16,1	8,1	4,5	9,3	27,3	58,9

¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. ² Nettoemissionen ohne Privatplazierungen im Fall Frankreichs. ³ Frankreich und Schweiz: einschließlich nichtfinanzieller öffentlicher Unternehmen. ⁴ Milliarden nationaler Währungseinheiten, ausgenommen Japan (Tausend Milliarden). ⁵ Jahresdurchschnitt.

weiteres Problem liegt für viele potentielle Kreditnehmer darin, daß die Schwachstellen in ihrer Bilanzstruktur einen schnellen Übergang auf langfristige Finanzierungsformen nicht erlauben. Vielen kleineren Schuldner ist ohnehin der Zugang zu den Anleihemärkten de facto verwehrt.

Die obenstehende Tabelle zeigt auch das Ausmaß, in dem Emissionen des öffentlichen Sektors den Anleihemarkt in den USA, Kanada, Japan und Großbritannien bestimmt haben. 1982 hat sich diese Situation kaum verbessert. Eine Ausnahme bildete allerdings Großbritannien, wo der geringere Anteil öffentlicher Emissionen durch einen erhöhten Anteil der von Finanzinstituten und ausländischen Schuldner begebenen Anleihen ausgeglichen wurde, während die Emissionen der privaten Nichtbankunternehmen netto ein Minus verzeichneten. In einigen Ländern jedoch, wo die Regierung versuchte, mehr Mittel außerhalb des Bankensystems zu

beschaffen, hat sie dies über den Geldmarkt oder mittels Kreditaufnahme im Ausland getan, um den Markt für längerfristige Finanzierungen dem Unternehmenssektor verfügbar zu machen.

Bestimmte Innovationen dürften ebenfalls die Verschuldung des Unternehmenssektors erleichtert haben, darunter die Experimente mit abgezinsten Anleihen. Im Grundsatz ist jedoch eine nachhaltige Wiederbelebung des Kapitalmarkts weniger von Änderungen in den Finanzierungstechniken als vor allem von einer Rückkehr zu anhaltend niedrigen Inflationsraten mit einer entsprechenden Anpassung der nominalen und realen Zinssätze abhängig.

Finanzielle Anfälligkeit und Anpassung der Bilanzstruktur

Die grundlegende Widerstandskraft der finanziellen Verhältnisse der Unternehmen ist seit den sechziger Jahren erheblich schwächer geworden. Wachsender internationaler Wettbewerb, sinkende Produktivität und höhere Lohnkosten ließen die Ertragskraft der Unternehmen massiv und zunehmend unter Druck geraten. Diese Entwicklungen und die mit den Schwankungen der Inflationsrate und der Wechselkurse verbundenen Unsicherheiten wirkten sich in den meisten Ländern in erheblich niedrigeren Betriebsergebnissen und einem tendenziell abgeschwächten Wachstum der Anlageinvestitionen aus. Die beiden Ölkrisen verstärkten die Tendenz weiter, so daß sich beim Aufkommen der international abgestimmten Desinflationspolitik schwere, bislang nicht beobachtete Anpassungsprobleme ergaben.

Da sich die Fremdkapitalbelastung der Unternehmen vielfach nahe oder auf ihrem Nachkriegshöhepunkt bewegte und die Struktur der Verbindlichkeiten sich – bei ungewöhnlich hohem Zinsniveau – zu kürzeren Laufzeiten und zunehmenden Anteilen variabler Zinssätze hin verschoben hatte, war die Abschwächung der Endnachfrage bei fortgesetzter Desinflation mit stark reduzierten Einnahmeüberschüssen und ernststen Liquiditäts- wenn nicht sogar Solvenzproblemen für die Unternehmen verbunden. In der ersten Phase der Anpassung – etwa Ende 1979 bis 1981 – versuchten die Unternehmen dadurch Zeit für grundlegendere Anpassungsmaßnahmen zu gewinnen, daß sie auf ihre liquiden Mittel zurückgriffen und die kurzfristige Verschuldung erhöhten, was für eine Anzahl besonders unter Druck stehender Firmen oft den Charakter einer Notmaßnahme hatte. Allerdings lag, wie bereits weiter oben in der deutlichen Verminderung des Finanzierungsdefizits des Unternehmenssektors zum Ausdruck gekommen ist, im weiteren Verlauf die hauptsächliche Anpassungsmaßnahme in der Kürzung der Investitionsausgaben und der Reduzierung von Kosten und Beschäftigung. Dies führte 1982 stärker als in früheren Jahren zu einer geringeren Inanspruchnahme fremder Finanzierungsmittel und damit zu geringerer Schuldendienstbelastung.

Als Ergebnis des Anpassungsprozesses weisen die finanziellen Kennziffern des Unternehmenssektors paradoxerweise etwas besser als erwartete Werte auf, was allerdings hauptsächlich durch sinkende Rentabilität und die drastische Verminderung von Vorräten, Anlageinvestitionen und Beschäftigung ausgelöst wurde. In dieser Hinsicht geben die realwirtschaftlichen Indikatoren den mißlichen Zustand des Unternehmenssektors vielleicht besser wieder als die rein finanziellen Kennziffern. Eingebaute Stabilisatoren in Gestalt der steuerlichen Absetzbarkeit der Zinskosten und

der niedrigeren Ertragssteuerbelastung haben sich ebenfalls günstig ausgewirkt. Die nachstehende Tabelle mit ausgewählten Zahlenangaben für eine Anzahl von Ländern vermittelt einige Einblicke in den langfristigen Trendverlauf und die aktuelle Entwicklung der Unternehmenskennziffern. Ein zusammenfassender Indikator ist die Relation aus Cash flow (einbehaltene versteuerte Gewinne zuzüglich Abschreibungen) und gesamten Verbindlichkeiten. In den USA fiel im letzten Jahr – trotz

Innenfinanzierung und Bilanzkennzahlen der Unternehmen (ohne Kreditinstitute)¹

Kennzahlen		Durchschnitt		1979	1980	1981	1982 ³
		1960–69 ²	1970–79				
Prozent							
USA	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	29	25	26	25	25	24
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	6,7	3,6	3,8	- 6,9	1,7	- 5,3
	Innenfinanzierungsquote	93	85	86	90	89	96
	Cash flow/Gesamtverschuldung	15	15	15	15	16	15
	Liquide Mittel/kurzfristige Verschuldung	25	20	18	18	18	18
	Langfristige Verschuldung/ Gesamtverschuldung	44	40	37	37	36	37
Eigenkapital ⁵ /Gesamtverschuldung	193	118	96	116	101	96	
Japan	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	47	36	33	32	31	.
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	16,8	5,6	6,3	0,2	2,1	1,1
	Cash flow/Gesamtverschuldung .....	.	19 ⁶	19	24	21	.
	Liquide Mittel/Kreditaufnahme	46	47	48	47	48	47
	Langfristige Verschuldung/ Gesamtverschuldung	14,5	8,9	8,6	8,3	8,3	.
Deutschland (BR)	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	36	29	29	27	26	27
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	4,5	2,3	7,2	3,2	- 3,8	- 5,6
	Innenfinanzierungsquote	77	80	83	72	75	85
	Cash flow/Gesamtverschuldung	17	15	18	17	13	13
	Liquide Mittel/kurzfristige Verschuldung	93	113	122	113	118	120
	Langfristige Verschuldung/ Gesamtverschuldung	63	59	57	56	54	54
Eigenkapital ⁵ /Gesamtverschuldung	35	23	21	20	19	19	
Frankreich	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	39	31	29	27	26	.
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	8,1	3,0	3,2	2,4	- 2,2	- 1,1
	Innenfinanzierungsquote .....	.	61	65	54	54	48
Liquide Mittel/gesamte Kredite .....	.	25	28	27	27	27	
Groß- britannien	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	25	22	22	20	19	.
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	5,7	1,0	0,9	- 2,9	- 8,9	2,7
	Innenfinanzierungsquote	98	99	84	91	118	105
	Cash flow/Gesamtverschuldung	14	16	17	14	14	12
Liquide Mittel/Kreditaufnahme bei Banken ..	92	63	60	59	62	61	
Belgien	Betriebsergebnis/Nettofaktoreinkommen ...	39	30	28	27	26	.
	Veränderung der realen						
	Bruttoanlageinvestitionen ⁴	6,7	2,4	- 2,6	5,3	-16,2	- 4,9
Innenfinanzierungsquote .....	.	78	83	77	75	89	

¹ Die Bestandsgrößen beziehen sich auf Angaben zum Periodenende; eigene Schätzung auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. Mit Ausnahme der Betriebsergebnisse (Definition gemäß volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) und der Bruttoanlageinvestitionen beziehen sich die Angaben für die USA, Frankreich und Belgien auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften; für Japan auf die Kapitalgesellschaften; für Großbritannien auf Industrie- und Handelsunternehmen; für Deutschland auf den Unternehmensbereich (ohne Wohnungsbau). Die Innenfinanzierungsquote ist in der Regel das Verhältnis der Bruttoersparnis und der empfangenen Kapitalübertragungen (netto) zu den Bruttoinvestitionen. (Für Großbritannien und die USA sind Ersparnis und Investition abzüglich der Höherbewertung von Lagerbeständen berechnet.) Die liquiden Mittel bestehen vor allem aus Bankeinlagen, umfassen aber manchmal auch Staatspapiere und andere Wertpapiere. ² Großbritannien: 1963–69, außer Betriebsergebnis und Veränderung der Bruttoanlageinvestitionen. ³ Vorläufig. ⁴ Jahresdurchschnittliche Veränderungen in Prozent; USA: nur privater Sektor. ⁵ Zu Marktwerten. ⁶ 1974–79.

des Rückgangs der zu versteuernden Gewinne der Unternehmen um etwa 25% im Vergleich zu 1981 – der Quotient aus Cash flow und Gesamtverbindlichkeiten nur geringfügig und blieb damit höher als 1973. Auch in anderen Ländern finden sich nur wenige Hinweise auf eine starke Verschlechterung dieser Relation, wenn auch aus Gründen, die in bezug auf die grundsätzliche wirtschaftliche Gesundheit des Sektors eher in die Irre führen.

Weitgehend Ähnliches gilt für die Innenfinanzierungsquote des Gesellschaftssektors (oder – im Fall einzelner Länder – des Unternehmenssektors), d.h. den Cash flow (wie oben definiert) bezogen auf die Investitionsausgaben des Sektors. Mit Ausnahme Frankreichs lagen diese Werte 1982 nicht weit entfernt von ihrem langfristigen Durchschnitt, was die Tatsache widerspiegelt, daß die Unternehmen bis zu einem gewissen Grade dazu tendieren, ihre Investitionsausgaben der jeweiligen Verfügbarkeit interner Finanzierungsmittel anzupassen.

Die Relation liquider Aktiva zu kurzfristigen Verbindlichkeiten ist in den USA über lange Zeit hinweg zurückgegangen, in Großbritannien sogar noch stärker. Der Anteil der langfristigen an den gesamten Verbindlichkeiten hat sich in den USA tendenziell verringert, hielt sich hingegen in Deutschland bei knapp über 50%. In beiden Ländern hat sich der Quotient aus Eigenkapital und Verschuldung im Laufe der Jahre erheblich reduziert.

Es ist klar, daß der fortgesetzte Desinflationsprozeß intensive Bemühungen um Einsparung und Kostenreduzierung mit sich brachte und Konkurse erheblichen Umfangs in den Fällen zur Folge hatte, in denen diese Bemühungen nicht ausreichten. Im Jahr 1982 lagen die Unternehmensinsolvenzen in den USA und Deutschland ungefähr doppelt so hoch wie im Durchschnitt der ausgeprägten Rezessionsjahre 1974 und 1975, während sie in Großbritannien und Kanada rund drei- bzw. viermal höher lagen als in diesem Vergleichszeitraum. Der Rückgang der Zinssätze seit dem letzten Sommer wirkte hilfreich, da er die Schuldendienstbelastung reduzierte und neue Investitionen anregte. Es ist jedoch kaum wahrscheinlich, daß die Investitionen eine ausgeprägte Reaktion zeigen, bevor die realen Zinssätze deutlich sinken und die Nachfrage sich spürbar erholt. Daher dürfte eine Wiederbelebung der Investitionstätigkeit weitgehend von der Entwicklung des Konsums und – in einigen Fällen – der Exporte abhängen. Im Hinblick auf die Struktur der Verbindlichkeiten der Unternehmen ist es von Bedeutung, daß die Renditenkurven in den meisten Ländern wieder normaler verlaufen. Wenn der Preisanstieg mäßig bleibt oder weiter abnimmt, dürften die Anleger eher bereit sein, sich langfristig zu engagieren und damit den Unternehmen die Rückkehr zu längerfristigen Mittelaufnahmen erleichtern. Eine solche Entwicklung würde die Bilanzstruktur der Unternehmen widerstandsfähiger gestalten und damit einen wesentlichen Beitrag zur Erholung der Investitionstätigkeit leisten.

Es ist vielleicht aufschlußreich, einige Ähnlichkeiten und Unterschiede zwischen der finanziellen Anfälligkeit der inländischen Unternehmen in den Industrieländern und – international gesehen – der Anfälligkeit von Ländern in Hinblick auf das Wachstum ihrer Auslandsverschuldung zu betrachten. In beiden Fällen kann das wesentliche Problem darin gesehen werden, daß einerseits (infolge höherer Zinsbelastung, geringerer Erträge und damit vermindertem Cash flow) die Fähigkeit

abnimmt, Schuldendienste zu erbringen, und daß auf der anderen Seite die Schuldenbelastung groß und zu einseitig auf kurze Laufzeiten hin strukturiert ist. Was die Anpassung betrifft, so scheinen die Unternehmen zumindest in vier Punkten bessergestellt zu sein als die Länder. Ein Vorteil liegt darin, daß die Unternehmen, wenn sie versuchen, ihr Finanzierungsdefizit zu vermindern und ihre Finanzstruktur zu stärken, wesentlich durch die eingebaute stabilisierende Wirkung der wachsenden konjunkturellen Defizite des öffentlichen Sektors unterstützt werden. Diese öffentlichen Defizite wirken zwar auch stabilisierend auf die Weltwirtschaft, allerdings nur dann in einem ähnlich positiven Sinn, wenn sie in stärkeren Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten verbunden sind. Ein zweiter Unterschied ist, daß politische und soziale Rücksichtnahmen die Durchführung notwendiger Anpassungsmaßnahmen in Unternehmen im Vergleich zu Ländern weit weniger behindern. Ein dritter Vorteil liegt darin, daß viele insbesondere kleine Unternehmen in der Regel keine nennenswerten Verbindlichkeiten in fremden Währungen aufweisen, wohingegen dies für ein verschuldetes Land eher typisch ist. Daraus ergeben sich für das Schuldnerland weitere Unwägbarkeiten, da Wechselkursschwankungen die Schuldendienstbelastung auf unvorhersehbare Weise verändern. Ein vierter Unterschied mag darin bestehen, daß sich Unternehmen im Vergleich zu Staaten im Fall eines Verlusts der Kreditwürdigkeit oft in einer besseren Position befinden, wenn es um die Mobilisierung von Hilfeleistungen zur Verbesserung ihrer Finanzlage geht, obwohl dies wesentlich von der Größe des Landes oder des Unternehmens mitbestimmt wird.

Finanzielle Innovationen

Im verbleibenden Teil dieses Kapitels soll aus langfristiger Sicht ein Überblick über mehrere Veränderungen gegeben werden, die in den letzten Jahren im Bankensystem und auf den Finanzmärkten verschiedener Länder aufgetreten sind. Bisher sind diese Veränderungen in einigen Ländern wie etwa den USA, Kanada und Großbritannien deutlicher zutage getreten als in anderen, so etwa in Deutschland oder der Schweiz. Diese Veränderungen oder Innovationen sind Teil eines kontinuierlichen Prozesses und dürften nachhaltige und fühlbare Auswirkungen auf das Finanzgebaren der Wirtschaftsteilnehmer und auf das Grundmuster der sektoralen Finanzierungsströme hervorbringen. Sie haben bereits einen erheblichen Einfluß auf die Mittelbeschaffung der Finanzinstitute und ganz allgemein auf die Finanzvermittlung gehabt. Die Palette der Finanzierungsinstrumente und -praktiken, die Unternehmen und private Haushalte für Investitionen, Zahlungsvorgänge oder zur Beschaffung von Krediten benutzen können, hat sich während der letzten Jahre deutlich verbreitert. Diese Entwicklungen führen – *ceteris paribus* – im Zeitablauf zu einem Anstieg der Ausleihungs- und Verschuldungskapazität des Finanzsystems und zu Änderungen in der Größe und Zusammensetzung verschiedener Geld- und Kreditströme.

Man kann die finanziellen Innovationen insgesamt gesehen in zwei große Gruppen einteilen: Auf der einen Seite stehen neu entwickelte oder veränderte Finanzierungsinstrumente und -praktiken, die nahezu vollwertige Substitute für die in den monetären Aggregaten enthaltenen Aktiva darstellen. Auf der anderen Seite

stehen solche neuen Instrumente und Praktiken oder institutionellen Veränderungen, die nicht als Ersatz dieser Aktiva dienen können, ohne daß erhebliche zusätzliche Kosten entstehen. Die erste Gruppe von Neuerungen erschwert die Definition und Messung der verschiedenen Geldmengenaggregate. Die zweite Gruppe ändert die Laufzeit- und Konditionenstruktur der Kreditbeziehungen und beeinflusst in der Regel die Anziehungskraft der verschiedenen nichtmonetären finanziellen Aktiva. Innovationen dieser Art müssen keinerlei *direkte* Auswirkungen auf die Definition und Messung eines bestimmten monetären Aggregats haben, da die Aktiva, deren Bedeutung sie beeinflussen, gewöhnlich nicht in diesen Aggregaten enthalten sind. Soweit sie jedoch die Liquidität bestimmter Finanzanlagen im Vergleich zu anderen beeinflussen und die Wirtschaftsteilnehmer in die Lage versetzen, mehr Transaktionen als früher vorzunehmen, führen sie zu Problemen in bezug auf die Stabilität und Aussagekraft der bestehenden monetären Gesamtgrößen.

Beide Arten von Innovationen beeinflussen also die Funktionsweise des Finanzsystems und können zu Veränderungen der Relationen der Geldmengengrößen und/oder anderer finanzieller Variablen zum Bruttosozialprodukt führen. Daher kann die Beurteilung der Auswirkungen von Geldmengenveränderungen und – allgemeiner – der Konsequenzen der Geldpolitik für die übrige Wirtschaft erschwert werden, wenn ein bestimmtes Ausmaß an finanziellen Neuerungen vorhanden ist.

Die folgende Analyse will zwar nicht erschöpfend sein, sie stellt jedoch einige Schwerpunkte der neueren Innovationen in beiden Gruppen heraus. Ausgehend von der Untersuchung im ersten Teil des Kapitels, konzentriert sie sich zunächst auf Bewegungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, wobei die Betonung nunmehr auf der langfristigen Entwicklung dieser Relation seit den späten sechziger Jahren liegt. Im besonderen steht hier die Bewegung der Umlaufgeschwindigkeit von M1 bezogen auf Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze in den größeren Industrieländern im Mittelpunkt. Danach beschäftigt sich die Untersuchung mit den wesentlichen Veränderungen des Finanzsystems, die – wie einige maßgebliche Innovationen in manchen dieser Länder nahelegen – dem jüngsten Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit zugrunde zu liegen scheinen. Schließlich werden kurz die Auswirkungen der finanziellen Neuerungen auf die Geldpolitik behandelt.

Die folgende Tabelle zeigt die Veränderungen (ausgedrückt als jahresdurchschnittliche prozentuale Veränderung) der Umlaufgeschwindigkeit von M1 und des Niveaus der kurzfristigen Zinssätze für die drei Fünfjahresperioden 1968–73, 1973–78, 1976–81 und getrennt für die Jahre 1978–81 und 1982. Die Tabelle enthält auch einige grobe Schätzungen des Trends der Umlaufgeschwindigkeit im jeweiligen Fünfjahreszeitraum. Der herrschenden volkswirtschaftlichen Lehrmeinung zufolge stehen Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit von M1 in direktem Zusammenhang zum Ausmaß der jeweiligen Zinsänderung. Diese Beziehung, die noch nie sehr genau erfüllt war, scheint allerdings – was die letzten Jahre angeht – in den meisten Ländern ziemlich instabil geworden zu sein. Zwar dürften Zinserhöhungen bei der stärkeren Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit während der Jahre 1978–81 in Deutschland, Italien, Japan, Großbritannien und Kanada eine mehr oder weniger wichtige Rolle gespielt haben; das Ausmaß der Veränderungen scheint jedoch in den meisten Fällen nicht mit früheren Erfahrungen übereinzustimmen. Darüber hinaus verzeichneten die USA und Frankreich von 1978 bis 1981 eine geringere

Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M₁ und kurzfristige Zinssätze¹

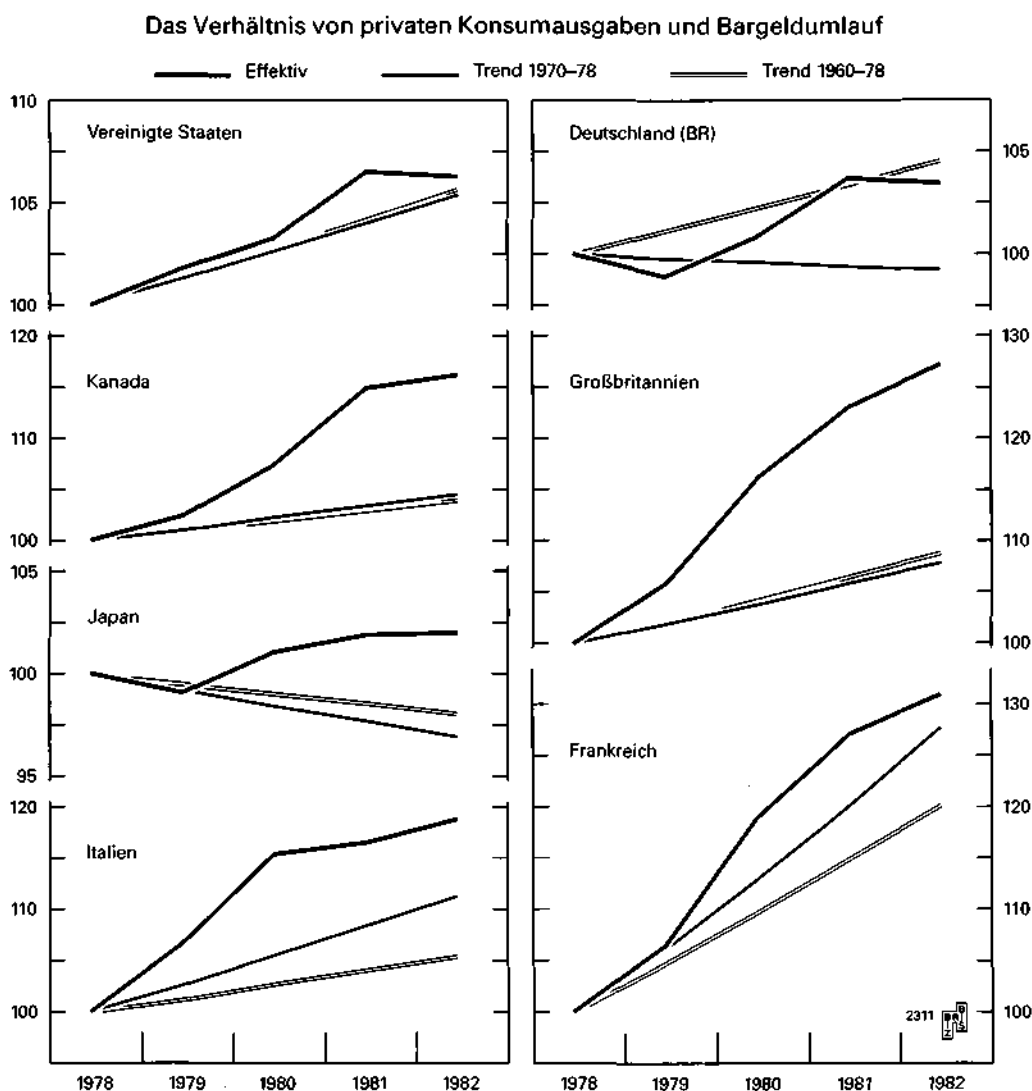
		Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent					Schätzungen des Trends der Umlaufgeschwindigkeit ²		
		1968-73	1973-78	1976-81	1978-81	1982 ³	1968-73	1973-78	1976-81
		Viertes Quartal gegen Vorjahr							
Deutschland (BR)	Umlaufgeschwindigkeit	2,62	- 3,69	0,41	3,51	- 3,20	0,51	- 0,79	- 1,56
	Zinssätze	30,90	-18,10	27,40	59,10	-36,10	(0,60)	(1,28)	(2,07)
Frankreich	Umlaufgeschwindigkeit	1,56 ⁴	1,95	1,74	1,70	- 1,20	- 0,12 ⁴	2,02	2,15
	Zinssätze	10,00	- 4,20	14,20	37,20	-14,80	(0,25)	(3,16)	(3,91)
Großbritannien	Umlaufgeschwindigkeit	2,84	1,87	0,01	3,41	- 2,30	1,89	2,82	1,02
	Zinssätze	19,20	11,00	13,90	11,50	-35,40	(2,04)	(1,91)	(0,71)
Italien	Umlaufgeschwindigkeit	- 5,96	1,90	1,59	5,47	- 1,80	- 6,12	- 0,96	- 2,06
	Zinssätze	3,20	14,80	9,70	17,20	- 4,90	(7,13)	(1,01)	(2,00)
Japan	Umlaufgeschwindigkeit	- 4,76	0,68	2,07	2,60	- 1,10	- 3,88	1,65	1,92
	Zinssätze	2,20	- 8,90	3,60	21,20	- 3,00	(3,19)	(2,37)	(1,79)
Kanada	Umlaufgeschwindigkeit	1,73	2,63	5,17	8,85	- 0,65	1,16	2,06	3,62
	Zinssätze	10,20	11,30	14,90	16,30	-33,10	(1,54)	(1,92)	(3,48)
USA	Umlaufgeschwindigkeit	2,78	3,93	3,64	2,83	- 3,60	2,08	3,84	3,33
	Zinssätze	10,80	5,70	22,1	13,1	-32,70	(9,39)	(12,69)	(7,88)

¹ Kanada, USA und Großbritannien: Zinssatz für Dreimonatsschatzwechsel; Japan: Zinssatz für Zweimonatsschatzwechsel; Deutschland: Dreimonatsgeldmarktsatz; Frankreich: Einmonatsgeldmarktsatz; Italien: Zinssatz für öffentliche Anleihen.
² Die Schätzungen des Trends der Umlaufgeschwindigkeit wurden aus linearen Regressionen der jährlichen Veränderungs-raten von Umlaufgeschwindigkeit und Zinssatz unter Einbeziehung eines Absolutglieds berechnet; diese Absolutglieder sind zusammen mit ihren in Klammern stehenden t-Werten in der Tabelle aufgeführt. ³ Geschätzt. ⁴ Viertes Quartal 1969 bis viertes Quartal 1973.

durchschnittliche Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit, während die Zinssteigerungen größer als in den vorhergehenden Jahren ausfielen. Im Verlauf des Jahres 1982 ging der erhebliche Rückgang des Zinsniveaus in den USA, Großbritannien und Deutschland mit einer deutlichen Abschwächung der Umlaufgeschwindigkeit von M₁ einher; wiederum stimmten jedoch die relativen Größenordnungen mit den früheren Erfahrungen nicht überein. Währenddessen zeigte in Kanada die M₁-Umlaufgeschwindigkeit keine deutliche Veränderung, obwohl die kurzfristigen Zinssätze um ein Drittel zurückgingen.

Die Schätzungen des Trendverlaufs der Umlaufgeschwindigkeit, von denen einige nach den üblichen Kriterien nicht statistisch gesichert sind, weisen für die verschiedenen Zeitperioden eine beachtliche Schwankungsbreite auf und unterstreichen damit die Instabilität der Entwicklung dieser Relation, die auch andere Daten in der Tabelle anzeigen. Mit Ausnahme Deutschlands zeigen sie jedoch einen steigenden Trendverlauf in den frühen bis mittleren siebziger Jahren. Insgesamt gesehen lassen die Daten daher keinen Zweifel, daß eine neue Entwicklung in der Beziehung zwischen M₁, Zinssätzen und Bruttosozialprodukt eingetreten ist bzw. eintritt.

Eine Erklärung für den Anstieg des Trends und die Instabilität der Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit liegt im Prozeß der finanziellen Innovationen. Ein wesentliches Element dieses Prozesses ist, daß er die Haltung von Bargeld und Sichtguthaben (oder anderer niedrig verzinslicher finanzieller Aktiva) mittels neuer Verfahren zur Ökonomisierung der Kassenhaltung („cash management“) und der Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente rentabler gestaltet. Aus dieser Sicht



spiegelt die Instabilität der Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit Veränderungen zwischen Geld- und Kreditgrößen, Zinssätzen und dem realen Teil der Wirtschaft wider, die durch unvorhersehbare und im Zeitablauf ungleichmäßig wirkende Innovationen hervorgerufen worden sind.

Wie es scheint, haben die finanziellen Neuerungen während der letzten Jahre dazu beigetragen, die Attraktivität der Kassenhaltung relativ zur Haltung anderer Aktiva zu vermindern. Die vorstehende Grafik zeigt, daß in fast allen größeren Industrieländern der Quotient aus privaten Verbrauchsausgaben und Bargeldumlauf von 1978 bis 1981 stärker gestiegen ist, als es den zurückliegenden Raten der Jahre 1960-78 oder 1970-78 entsprochen hätte, obwohl sich das schnellere Wachstum 1982 - vielleicht aus Vorsorgemotiven in Zusammenhang mit der Rezession - teilweise wieder umkehrte. Die Beschleunigung im Wachstum der Verbrauchsausgaben

verglichen mit dem Bargeldumlauf läßt darauf schließen, daß Einzelpersonen und Haushalte während dieser Zeit schneller als bisher zu bargeldlosen Zahlungen übergingen. Es bleibt allerdings unklar, inwieweit die reduzierte Bargeldnachfrage als *normale* Reaktion auf die hohen und schwankenden Zinssätze (oder Teuerungsraten) in den letzten Jahren anzusehen ist. Eine solche Zinsentwicklung ist jedoch für sich genommen ebenfalls ein wichtiges auslösendes Moment für den finanziellen Innovationsprozeß.

Passivsteuerung

In vielen Ländern scheinen die Änderungen im Bankensystem und auf den Finanzmärkten deutliche Auswirkungen auf die Nachfrage und das Angebot an Bargeld und sonstigen Arten von Transaktionskasse zu haben. Eine hauptsächliche Quelle für diese Effekte liegt im Prozeß der sogenannten Passivsteuerung („liability management“), wonach die Finanzinstitute bei der Refinanzierung ihres Aktivgeschäfts zunehmend auf Finanzierungsmittel mit marktabhängiger Verzinsung zurückgreifen. Dieser Prozeß schritt Mitte der siebziger Jahre – teilweise unter Verwendung von Praktiken, die schon früher auf den Euromärkten entwickelt worden waren – schnell voran. In der Folgezeit wurde die Passivsteuerung unter dem Einfluß hoher und schwankender Zinssätze – mancherorts im Zusammenwirken mit administrativen Beschränkungen – und erleichtert durch den Einsatz von Computern und Informationstechnologie erheblich weiter ausgebaut. Sie ist nunmehr bei Banken und anderen Finanzinstituten weit verbreitet und hat deren Kreditvergabemöglichkeiten erhöht. Sie benutzt neuentwickelte oder geänderte Finanzierungsinstrumente (s. nachstehende Länderanmerkungen) und/oder greift auf verschiedene Märkte für zinsreagible Finanzmittel zurück (z.B. Märkte für Einlagenzertifikate (CDs), Pensionsgeschäfte, Eurodollar und kurzfristige Geldmarktpapiere von Wirtschaftsunternehmen). Der Passivsteuerung stand auf der anderen Seite des Marktes eine verstärkte Nachfrage nach solchen Finanzierungsinstrumenten von seiten der privaten Haushalte und der Unternehmen gegenüber, die zunehmend höhere Ansprüche an die Finanzierungsmethoden stellten und empfindlicher auf mögliche Zinsverluste aus dem Halten zinsloser oder niedrig rentierender Finanzmittel reagierten.

Für das Bankensystem liegt eine wichtige Auswirkung des „liability management“ darin, daß die niedrig rentierenden Transaktionsbestände eine geringere Rolle spielen und dafür auf der Passivseite der Bilanz dem nicht aus Einlagen herrührenden Mittelaufkommen eine größere Bedeutung zukommt. Die folgende Tabelle zeigt die Anteile der Sichteinlagen an den gesamten Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken seit 1976. Diese Quotienten sind in allen Ländern in den letzten drei oder vier Jahren gesunken. Die deutlichsten Rückgänge verzeichneten Kanada, Großbritannien und die USA – die drei Länder, in denen die Fortschritte bei den finanziellen Innovationen am größten waren. Freilich kann das stärkere Wachstum der gesamten Verbindlichkeiten im Vergleich zu den Sichteinlagen sowohl auf ein Anwachsen der Nichteinlagenfinanzmittel als auch auf einen Anstieg der verschiedenen Formen von Termin- und Spareinlagen zurückzuführen sein. Jedenfalls deutet die Tabelle darauf hin, daß das Kreditpotential des Bankensystems in den letzten

Anteil der Sichteinlagen an den gesamten Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken¹

	1976	1978	1981	1982
	Anteile in Prozent			
Deutschland (BR)	8,2	8,4	7,1	7,2
Frankreich	17,4 ²	16,5	14,6	13,4 ³
Großbritannien ⁴	7,6 (30,8)	8,2 (34,0)	5,2 (24,1)	5,0 (23,3)
Italien	26,2	28,1	24,2	24,5 ³
Japan	6,2	6,5	5,1	4,7
Kanada	10,6	8,9	5,7	4,8
USA ⁵	32,7 (18,8)	30,6 (22,5)	21,0 (23,8)	17,3 (22,3)

¹ Auf der Basis von Jahresendständen; die Größenordnungen sind zwischen den Ländern wegen institutioneller und konzeptioneller Unterschiede generell nicht vergleichbar. Zu den Sichteinlagen zählen: in Kanada die Sichteinlagen in Landeswährung bei zugelassenen Banken; in Frankreich, Italien und Japan die Sicht- oder Kontokorrenteinlagen in Landeswährung bei Banken; in Deutschland die Sichteinlagen von Nichtbanken bei Banken; in Großbritannien die Sichteinlagen des privaten Sektors bei monatlich berichtenden Banken; in den USA die Sichteinlagen bei Geschäftsbanken. ² Basierend auf Angaben für 1977. ³ Basierend auf Angaben für September 1982. ⁴ Die Zahlen in Klammern beziehen sich auf den Anteil der Sterlingsichteinlagen an den gesamten Verbindlichkeiten der Londoner Clearingbanken. ⁵ Die Zahlen in Klammern beziehen sich auf den Anteil der Nichteinlagenfinanzmittel und großen Termineinlagen an den gesamten Verbindlichkeiten.

Jahren erheblich stärker zugenommen hat, als es dem Wachstum der Sichteinlagen entsprach.

Es ist nicht überraschend, daß – wie die nächste Tabelle zeigt – die sinkende Bedeutung des Bargelds und der Sichteinlagen im Zahlungsverkehr in allen größeren Ländern zu einem Absinken des Quotienten aus M1 und M2 geführt hat. Der Rückgang war in Kanada besonders ausgeprägt, wo sich diese Relation von 1976 bis 1982 um fast 40% verminderte. Demgegenüber sank in den USA der Quotient in der gleichen Periode trotz des schnellen Tempos der finanziellen Neuerungen nur um etwa 10%. Dies spiegelt im wesentlichen die Tatsache wider, daß die finanziellen Innovationen in den USA auch die Bedeutung von M2 geschmälert haben, da mehrere neue Finanzierungsinstrumente verfügbar wurden, die als Ersatz für Bestandteile dieses Aggregats geeignet sind.

Veränderungen von M₁ relativ zu M₂¹

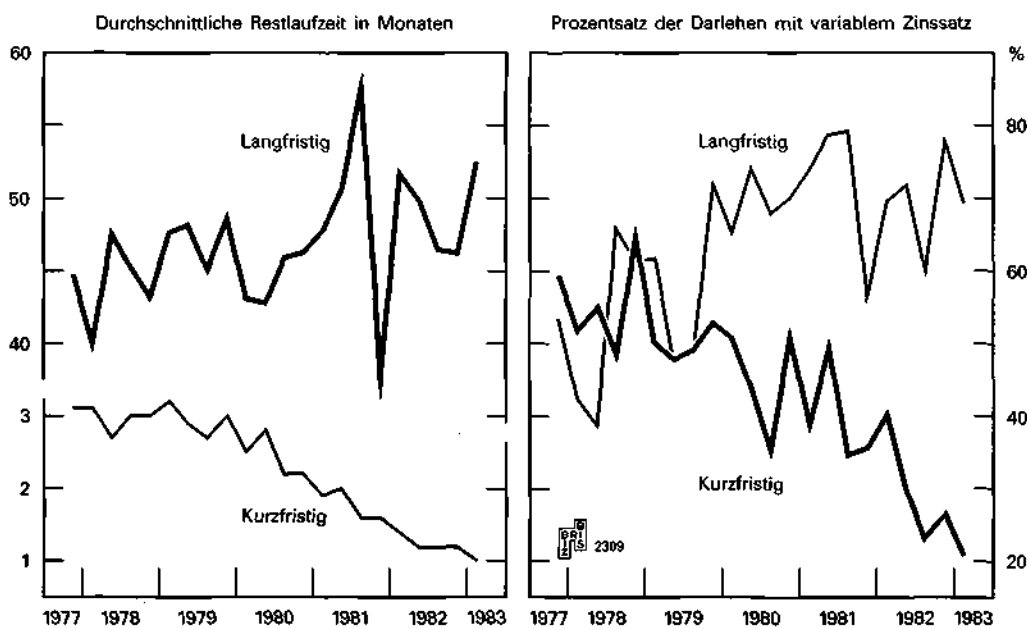
	1976	1978	1981	1982
	Anteile in Prozent			
Deutschland (BR) ²	35,0	35,6	32,3	32,0
Frankreich	51,9	49,8	49,2	49,0
Großbritannien ³	47,1	52,6	41,7	42,5 ⁴
Italien	50,9	50,3	45,5	45,5
Japan	38,5	36,9	32,0	31,3
Kanada	23,5	22,1	15,1	14,6
USA	26,7	25,9	24,2	23,9

¹ Auf der Basis der Durchschnittsniveaus im vierten Quartal; saisonbereinigte Daten, außer für Italien. ² Quotient aus M₁ und M₂. ³ Quotient aus M₁ und Sterling-M₂. ⁴ Neue Abgrenzung für M₁: schätzungsweise 40,1 nach der alten Abgrenzung.

Laufzeitverkürzung und Ausleihungen zu variablen Zinssätzen

Die Finanzinstitute versuchten sich gegen die größeren Risiken der hohen und schwer vorhersehbaren Zinssätze dadurch abzusichern, daß sie Veränderungen auf der Aktivseite der Bilanz einführten. Insbesondere wurde die Zunahme der zinsreagiblen Verbindlichkeiten (die häufig kurze Laufzeiten aufwiesen) dadurch ausgeglichen, daß die Laufzeit der Kreditverträge mit festen Zinssätzen verkürzt und/oder die Ausleihungen zu variablen Sätzen erhöht wurden. Beide Verfahren scheinen in den USA in den letzten Jahren verbreitet Anwendung gefunden zu haben. Wie die nachstehende Grafik zeigt, wurden – nimmt man etwa den Zeitraum der letzten drei Jahre – etwa 60–80% der langfristigen Bankkredite an Industrie und Handel auf der Basis variabler Zinssätze gewährt. Die Grafik zeigt auch, daß die Durchschnittslaufzeit der kurzfristigen Handels- und Industriekredite in den letzten Jahren gefallen ist. In Großbritannien werden bereits seit vielen Jahren die grundpfandrechtlich gesicherten Kredite der Bausparkassen auf der Basis variabler Zinsvereinbarungen gewährt. Sowohl dort wie auch in Frankreich scheint die Gewährung mittel- und langfristiger Bankkredite zu variablen Zinssätzen erheblich zugenommen zu haben,

Struktur der Bankkredite an Industrie und Handel in den USA



obwohl verlässliche Daten derzeit noch nicht verfügbar sind. In ähnlicher Weise hat sich in Italien seit einigen Jahren die explizit oder de facto vorgenommene Indexierung von Finanzanlagen und Krediten entwickelt; ihr Umfang ist jedoch schwer festzustellen.

In Deutschland gibt es die Indexierung in Kreditverträgen faktisch nicht, doch ist es in den letzten Jahren in erheblichem Umfang zu einer Verkürzung der Kreditlaufzeiten gekommen. Wie die folgende Tabelle zeigt, lag der Anteil des Wachstums der kurzfristigen Ausleihungen an der Zunahme der gesamten Bankkredite im

Zeitraum 1980–82 bei etwa 22%, verglichen mit 13% in den vorangegangenen sechs Jahren und 11% im Zeitraum 1974/75. Die Unterschiede sind sogar noch ausgeprägter, wenn man allein die Kreditgewährung an den privaten Sektor als Maß nimmt. Die Tabelle zeigt auch, daß in Frankreich und Italien der Anteil der kurzfristigen Bankkredite an der gesamten Kreditvergabe der Banken von 1980 bis 1982 ebenfalls gestiegen ist. Allerdings war im Falle Frankreichs die Veränderung im Zeitraum 1980–82 weniger stark ausgeprägt als während der konjunkturellen Abschwächungsphase der Jahre 1974 und 1975.

Laufzeitverkürzung bei Bankkrediten¹

	Deutschland (BR) ²	Frankreich	Italien
	Anteil der Veränderung der kurzfristigen Bankkredite an der Veränderung der gesamten Bankkredite, in Prozent		
1974–79	12,8 (17,2)	31,3	61,9
1980–82 ³	21,8 (27,1)	35,4	65,8
1980/81	23,8 (29,9)	33,5	74,4
<i>Nachrichtlich:</i> 1974/75	11,0 (5,5)	41,9	52,1

¹ Die Größenordnungen sind zwischen den Ländern wegen institutioneller und anderer Unterschiede generell nicht vergleichbar.
² Die Zahlen in Klammern basieren auf dem Wachstum der kurzfristigen Bankkredite an den privaten Sektor im Verhältnis zur Ausweitung der gesamten Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor.
³ Daten für 1982 teilweise geschätzt.

Länderentwicklungen

Die vorstehenden Ausführungen zeigen, daß die Entwicklung der finanziellen Neuerungen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich verläuft. Die Abweichungen in der Schnelligkeit, mit der sich die Innovationen durchsetzen, lassen sich auf eine Vielzahl von Einflußfaktoren zurückführen: Im Vordergrund stehen die Differenzen der Zinssätze und Inflationsraten, der institutionellen und finanziellen Struktur, der Bedeutung regulativer Eingriffe und öffentlicher Appelle, des Umfangs und der Ergiebigkeit der Finanzmärkte, der Anwendung elektronischer Hilfsmittel im Zahlungsverkehr und neuer Informationstechnologien sowie der Bedeutung der Euromärkte. Es ist wichtig, diese Unterschiede im Auge zu behalten, wenn man die Entwicklung in den einzelnen Ländern analysiert. Hervorgehoben werden muß allerdings auch, daß die richtige Einschätzung der weiter unten behandelten vielfältigen finanziellen Veränderungen auf dem Verständnis der großen Unterschiede in der Struktur des Finanzsystems und des regulativen Rahmens in den einzelnen Ländern aufbaut. So ist z. B. – was die Struktur des Finanzwesens angeht – der Konzentrationsgrad im Bankgewerbe in den USA sehr viel niedriger als in anderen großen Ländern. Darüber hinaus stehen die Banken in den USA und – in einem etwas geringeren Ausmaß – auch in Großbritannien, Frankreich, Kanada und Japan in einem harten Wettbewerb mit Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors, die in Deutschland oder Italien keine wesentliche Bedeutung haben.

Was regulative Beschränkungen angeht, so bestehen in Japan und Frankreich weiterhin ausgedehnte Zinssatzkontrollen, während es in Deutschland, Kanada, Italien und Großbritannien – zumindest seit den frühen siebziger Jahren – keine nennenswerten Zinsbeschränkungen gegeben hat. In den USA sind innerhalb der letzten Jahre viele Zinsobergrenzen abgeschafft worden, und einige – wie die „Regulation Q“ – werden aufgrund des „Monetary Control Act“ von 1980 stufenweise abgebaut. Erhebliche Bilanzbeschränkungen (etwa in Form von Plafonds für die Ausweitung der Kreditvergabe) bestehen in Italien, Frankreich und Japan, nicht jedoch in anderen größeren Ländern. Schließlich gibt es zwar in allen Ländern bestimmte Anforderungen an die Reservehaltung; Höhe und Geltungsbereich unterscheiden sich jedoch erheblich.

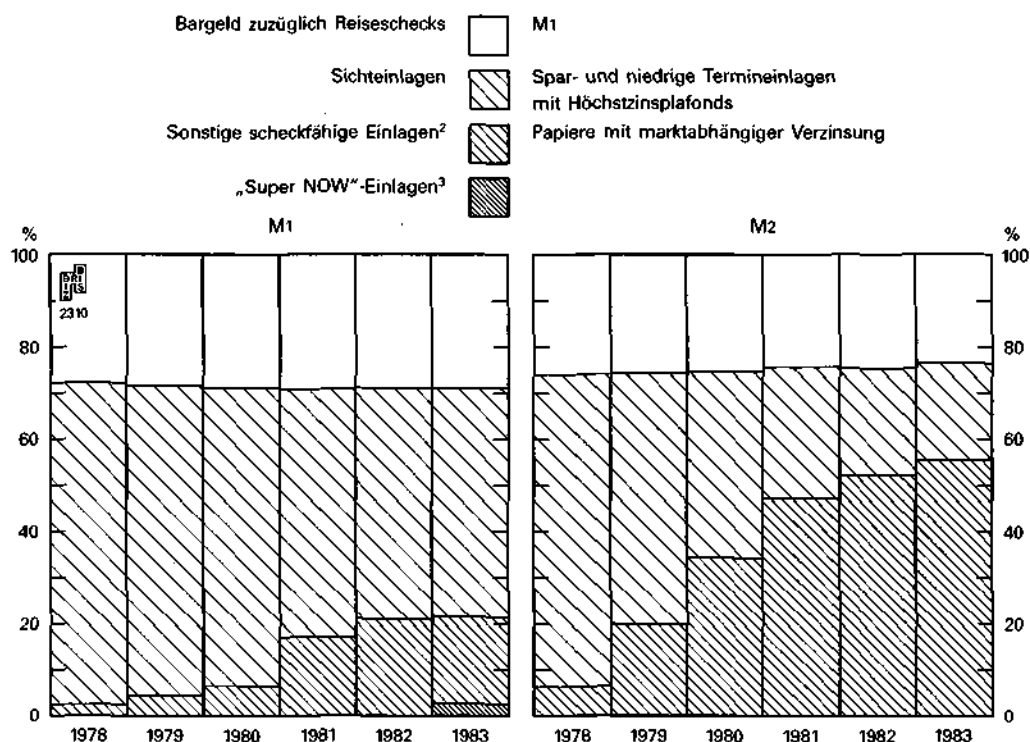
Diese Anmerkungen zu Entwicklungen in den einzelnen Ländern sollen die Untersuchung im vorigen Abschnitt insgesamt ergänzen. Die Betonung liegt hier wiederum auf Veränderungen, die die Funktionsweise des Finanzsystems nachhaltig beeinflussen könnten. Unter einem etwas spezielleren Blickwinkel konzentriert sich die Untersuchung allerdings vornehmlich (wenn auch nicht ausschließlich) auf solche Innovationen, die die Bedeutung und Interpretation der monetären Zielgrößen tendenziell abändern. Die Zielgrößen unterscheiden sich von Land zu Land (s. Kapitel IV), so daß die hier dargestellten Innovationen von Fall zu Fall unterschiedliche Auswirkungen haben können.

Das Ausmaß der finanziellen Neuerungen war in den *Vereinigten Staaten* weitaus am größten. Einerseits sind, nur zwei Jahre nach der Neudefinition der bestehenden Geldmengenaggregate, insbesondere bei M1 und M2 erneut schwerwiegende Abgrenzungs- und Messungsprobleme aus der Einführung neuer Finanzierungsinstrumente und „Cash-management“-Praktiken entstanden. Andererseits verändern die Ausleihungen zu variablen Zinssätzen, die Laufzeitverkürzung und das gesamte Spektrum anderer neuer Methoden der Kreditwirtschaft sowie auch das Entstehen neuer Finanzmärkte die Wirkungsweise des Finanzsystems. Viele dieser Veränderungen scheinen Teil einer kontinuierlichen Entwicklung zu sein, so daß sich die hieraus ergebenden Probleme im Zeitverlauf sogar noch verstärken könnten.

Die Neudefinitionen zu Beginn des Jahres 1980 waren eine Antwort auf frühere finanzielle Neuerungen, die die Bedeutung der alten Maßgrößen verändert und ihre Aussagekraft eingeschränkt hatten. Insbesondere hatten diese Innovationen während der Jahre 1974–76 die M1-Nachfragefunktion nach unten verlagert. In der Folgezeit traten weitere Neuerungen ein; seit der Neudefinition scheinen sie sogar noch schneller zuzunehmen, was teilweise auf den Abbau administrativer Beschränkungen im Rahmen des „Monetary Control Act“ zurückzuführen ist. Damit haben die neu definierten Aggregate abermals ihre ursprüngliche Aussagefähigkeit verloren.

Sowohl M1 als auch M2 wurden durch viele neue Finanzierungsinstrumente und -praktiken sowie durch die weitere Verbreitung der vor der Neudefinition entwickelten Instrumente stark beeinflusst. Zu nennen sind hier unter anderem Geldmarktzertifikate, Geldmarktfonds, verzinsliche Scheckkonten (NOW-Konten), ATS(automatic transfer service)-Konten, „sweep accounts“ und andere „Cash-

USA: Veränderte Zusammensetzung der Geldmenge¹



¹ 1978-82: Angaben für viertes Quartal; 1983: Januar. ² Zumeist NOW-Konten mit festen Zinssätzen. ³ Scheckfähige Einlagen mit marktabhängiger Verzinsung.

management“-Praktiken, automatisierte Verrechnungsstellen und Kassensysteme und in jüngster Zeit die Einführung von Geldmarkteinlagekonten im Dezember 1982 und „Super NOW“-Konten im Januar dieses Jahres. Diese und ähnliche Instrumente und Methoden haben die Bedeutung der unverzinslichen Bargeld- und Sichtguthabenbestände für den Zahlungsverkehr reduziert und zu erheblichen Änderungen in der Struktur von M1 und M2 geführt (s. Grafik). Seit der landesweiten Einführung der NOW-Konten gegen Ende 1980 stieg die zinstragende Komponente von M1 von rund 6½% auf fast 22% im Januar 1983. Im selben Zeitraum fiel der Anteil der herkömmlichen Sichteinlagen von 65 auf 50%. Wie die Tabelle auf S. 58 zeigt, ist der auf M1 entfallende Teil von M2 in den letzten Jahren deutlich gesunken. Eine noch ausgeprägtere Veränderung in der Struktur von M2 hat jedoch das starke Anwachsen des Anteils der Refinanzierungsmittel mit marktabhängiger Verzinsung bewirkt. Er stieg zu Beginn dieses Jahres auf fast 56%, verglichen mit etwa 20% gegen Jahresende 1979 kurz vor Einführung der neuen Geldmengendefinition.

Zusätzlich zur Entwicklung der Ausleihungen mit variablen Zinssätzen, die im vorhergehenden Abschnitt behandelt wurden, entstanden auf den Finanzmärkten viele neue Konstruktionen, die eine Risikoabsicherung ermöglichen; einige davon bieten auch die Chance, spekulative Gewinne zu erzielen. Die Liste dieser Finanzierungsformen ist lang und verändert sich ständig: Anleihen mit variablen Zinssätzen, rohstoffpreisabhängige Anleihen, Realkredite mit variablen Zinssätzen, abgezinsten Anleihen (Zerobonds), neue Arten von Zins- und Devisentermingeschäften („finan-

cial futures“), Optionen auf solche Termingeschäfte, Anleihen mit Verkaufsoptionen, „pass-through“-Papiere, steuerlich begünstigte Kleinsparerzertifikate, variable Lebensversicherungspolizen und vieles mehr. Die meisten der genannten Finanzierungsinstrumente haben keinen *direkten* Einfluß auf die Messung der herkömmlichen Geldmengenbegriffe wie etwa M1 oder M2. Sie und die mit ihnen verbundenen Entwicklungen auf den Finanzmärkten ändern jedoch den Prozeß der Finanzintermediation und die Funktionsweise des finanziellen Sektors gegenüber der übrigen Wirtschaft. Für einige der neuen Instrumente (z.B. Währungs- und Zinstermingeschäfte) haben sich schnell Finanzmärkte gebildet, während die Märkte schon bekannter Instrumente (CDs, Eurodollar, Pensionsgeschäfte, Commercial papers und Bankakzepte) wuchsen und ergiebiger wurden. Die meisten dieser Märkte sind Banken und sonstigen Finanzinstituten ebenso zugänglich wie den nichtfinanziellen Unternehmen (in einigen Fällen sogar den privaten Haushalten).

In *Kanada* hat – anders als in den USA – die Aufhebung oder der Abbau von Zinskontrollen keine finanziellen Neuerungen angeregt. Administrative Zinsbeschränkungen wurden mit dem Bankengesetz von 1967 abgeschafft. Finanzielle Innovationen ergaben sich in Kanada vor allem als Reaktion auf die hohen und schwankenden Zinssätze und aus der Anwendung neuer Technologien und haben sich hauptsächlich auf die Tätigkeit des Bankensektors (einschließlich sonstiger Finanzinstitute) ausgewirkt.

Etwa seit Mitte der siebziger Jahre sind in zwei bankbetrieblichen Bereichen – den Konten des Unternehmenssektors und den Girokonten der Haushalte – wesentliche Neuerungen eingeführt worden. Diese Innovationen haben den Inhalt von M1, der bis zu ihrer Suspendierung im Jahr 1982 vorrangigen Zielgröße der Geldpolitik, nachhaltig verändert und ihre Bedeutung abgeschwächt.

Für große und mittlere Unternehmen wurden in den letzten Jahren weitgehend „Cash-management“-Vereinbarungen verfügbar. Im Rahmen dieser Vereinbarungen können diverse Konten täglich auf ein einziges Verrechnungskonto konsolidiert werden. Dies reduziert das Niveau der erforderlichen Zahlungsmittelbestände und gestattet Über-Nacht-Investitionen überschüssiger Mittel. Darüber hinaus trägt die Benutzung zentraler Geldaufbewahrungsstellen und vorab genehmigter Geldabzüge von Konten zur Beschleunigung der Ströme bei und erlaubt dadurch eine weitere Reduzierung der erforderlichen Kassenbestände.

Für die Einlagen der kanadischen privaten Haushalte sind in den letzten Jahren zwei wesentliche Neuerungen eingeführt worden. 1979 begannen die Banken damit, Einzelpersonen und Haushalten Sparkonten mit täglicher Zinsabrechnung anzubieten. Einige der Mittel, die auf diese Konten flossen, stammten von persönlichen Kontokorrentkonten; die meisten wurden jedoch von Sparkonten anderer Art abgezogen. Eine zweite Neuerung bei den Einlagen der privaten Haushalte vollzog sich 1981, als die Banken laufende Konten mit täglicher Verzinsung anzubieten begannen, die sowohl Elemente der Sparkonten mit täglicher Zinsabrechnung als auch der Kontokorrentkonten enthielten. Mittlerweile werden diese neuen Konten zunehmend beliebter und üben großen Einfluß auf die Nachfrage nach M1 aus.

In *Großbritannien* hat es seit den frühen siebziger Jahren erhebliche finanzielle Innovationen gegeben. Änderungen administrativer Beschränkungen und im

Konzept der Geldpolitik, hohe und schwankende Zinssätze und Inflationsraten und, in jüngster Zeit, technologische Weiterentwicklungen bildeten die wesentlichen Einflüsse auf den Innovationsprozeß. Im September 1971 wurden im Rahmen eines Pakets finanzieller Reformen (bekannt als „Kreditkontrolle und Wettbewerb“) die Obergrenzen für die Kreditgewährung der Banken abgeschafft und diese ersucht, ihre Kartellvereinbarungen hinsichtlich der Zinssätze zu lösen. Dies scheint eine zusätzliche Nachfrage nach CDs und anderen Einlagen mit marktabhängiger Verzinsung ausgelöst zu haben, die zu höheren Ausleihungen der Banken und zu einem beschleunigten Wachstum von Sterling-M3 führte. Die geldpolitischen Instanzen antworteten darauf unter anderem durch die mehrmalige Einführung zusätzlicher Mindestreserven auf den Zuwachs der Bankeinlagen („Korsett“ genannt), um das Wachstum der zinstragenden Bankeinlagen zu begrenzen. Das „Korsett“, das schließlich 1980 abgeschafft wurde, wirkte dem Zinswettbewerb um Einlagen entgegen und förderte nichtkontrollierte Finanzierungsformen bei Banken und Nichtbanken.

Eine weitere wesentliche finanzielle Änderung ergab sich mit der Aufhebung aller Devisenkontrollen im Jahr 1979. Dadurch stieg die Bedeutung der von Inländern gehaltenen Fremdwährungseinlagen, die sich von rund 11% der Sterlingbankeinlagen zum Jahresende 1978 bis auf 18% im dritten Quartal 1981 erhöhten.

Die Änderungen im Finanzsystem setzten sich in den letzten Jahren weiter fort. Die Banken haben ihre Bemühungen verstärkt, kleinere Einlagen an sich zu ziehen; z.B. offerieren sie nunmehr auch Einlagenvereinbarungen, die mit allgemeinen Vorteilen bei der Kreditaufnahme verbunden sind, sowie eine Kombination von Sparkonten und laufenden Konten mit einfachen Übergangsmöglichkeiten in beide Richtungen. Die Clearingbanken haben sich seit 1980 in direktem Wettbewerb zu den Bausparkassen in großem Umfang im Wohnungsbaurealkreditmarkt engagiert. Im Gegenzug zeigten die Bausparkassen erheblich mehr Interesse an finanziellen Neuerungen. Die Kreditkarten sind zunehmend beliebter geworden, so daß nunmehr rund 25% der Erwachsenen über Kreditkarten verfügen, verglichen mit 13% im Jahr 1977. Dem amerikanischen Beispiel folgend sind in Großbritannien im letzten Jahr auch neue Arten finanzieller Terminmärkte („financial futures“) entstanden. Schließlich hat kürzlich selbst die Regierung der Öffentlichkeit indexgebundene Wertpapiere angeboten, um die gesamtwirtschaftliche Ersparnis zu steigern.

In *Deutschland* war die oben erwähnte Laufzeitverkürzung bei Bankdarlehen nicht die einzige wesentliche Neuerung der letzten Jahre im Finanzbereich. Einige der bestehenden Finanzierungsformen scheinen stärker als in der Vergangenheit genutzt worden zu sein und könnten den Inhalt und die Bedeutung des weit definierten Geldmengenaggregats M3 beeinflussen, an dem die Zielgröße „Zentralbankgeldmenge“ gemessen wird. Der allgemeine Anstieg des Zinsniveaus 1980/81 regte den Wettbewerb der Banken um Finanzmittel an. Zum größten Teil konzentrierte sich dies auf Finanzierungsinstrumente, die in M3 enthalten sind. Es gab jedoch offensichtlich auch einige Auswirkungen auf Instrumente außerhalb der Definition von M3. So beschleunigte sich z.B. 1980 und 1981 das Wachstum der von inländischen Nichtbanken gehaltenen Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von unter vier Jahren erheblich. Diese Papiere sind offenbar ein nahezu vollwertiger Ersatz für die in M3 enthaltenen Spareinlagen, sie unterliegen jedoch nicht wie diese der

Mindestreserveverpflichtung. Wären diese Bankschuldverschreibungen in die Definition von M3 einbezogen worden, so hätte die Wachstumsrate dieses Aggregats um 2 Prozentpunkte über den verzeichneten 6,2% für 1980 gelegen und wäre 1981 nahezu doppelt so hoch gewesen wie die angegebenen 5%. Auch 1982 stieg die Summe der ausgegebenen Bankschuldverschreibungen erheblich schneller als die Geldmenge M3. Wenn auch nicht die ganze zusätzliche Nachfrage nach diesen Papieren aus der Umschichtung zu M3 gehörender Finanzmittel stammt, könnte doch ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Nachfrage nach Bankschuldverschreibungen (insbesondere nach solchen mit einer Laufzeit von unter einem Jahr) und dem geringeren Wachstum von M3 bestehen.

Einlagen deutscher inländischer Nichtbanken am Euromarkt haben während der letzten drei bis vier Jahre ebenfalls an Bedeutung gewonnen. Sie sind 1980 und 1981 stark angestiegen und könnten das Wachstum von M3 beeinflusst haben. Unter Einbeziehung der Verbindlichkeiten ausländischer Filialen und Tochtergesellschaften deutscher Banken gegenüber inländischen Nichtbanken in Deutschland hätte die Zunahme von M3 in diesen beiden Jahren jahresdurchschnittlich um etwa ½ Prozentpunkt höher gelegen.

Das Bankensystem und die Finanzmärkte in *Japan* waren im letzten Jahrzehnt starken Veränderungen unterworfen. Im Laufe der Jahre haben die offiziellen Stellen auf eine größere Flexibilität der Zinssätze hingewirkt, wenngleich nach wie vor in vielen Fällen Zins- und andere Kontrollen aufrechterhalten werden. Auf den Märkten für Anleihen und kurzfristige Wertpapiere wie auch bei neuen Finanzierungsinstrumenten hat es graduelle, aber kontinuierliche Fortschritte gegeben. Diese stufenweise Entwicklung spiegelt teilweise die Versuche der Behörden wider, das Ausmaß der Veränderungen zu steuern oder zu kontrollieren.

In den letzten Jahren haben sich einige wichtige finanzielle Neuerungen vollzogen. Im Jahr 1978 begann die Regierung kurzfristige Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von zwei oder drei Jahren anzubieten. Im Mai 1979 wurden übertragbare Einlagenzertifikate eingeführt, deren Volumen seither schnell gestiegen ist. Die 1980 geänderten Devisenbestimmungen erlaubten ein stärkeres Wachstum der Fremdwährungseinlagen. Ebenso ins Jahr 1980 fiel die Einführung eines Rentenfonds durch die Regierung, der auf die Belange der privaten Haushalte zugeschnitten war, wobei die Fondsanteile über Wertpapierhandelshäuser verkauft wurden, die die Erlöse vor allem in Staatsanleihen und Tagesgeldern investieren.

Auf den Finanzmärkten in *Frankreich* sind in den letzten Jahren zumindest zwei möglicherweise bedeutende Veränderungen eingetreten. Einerseits hat sich das Volumen der Anleihen mit variablen Zinssätzen stark erhöht. Unter anderem haben die Banken in großem Umfang solche Anleihen emittiert. So wurden z.B. im Jahr 1981 etwa 40% der von den Banken begebenen Schuldverschreibungen auf der Basis variabler Verzinsung vorgenommen. Teilweise wegen der Beliebtheit der variabel verzinslichen Emissionen stieg der Anteil der Rentenwerte an den gesamten Finanzanlagen von etwa 17% im Jahr 1979 auf leicht über 28% in 1982 an.

Auf der anderen Seite hat sich in den letzten Monaten des Jahres 1981 eine Reihe von Geldmarktfonds gebildet. Diese Entwicklung wurde durch die Entscheidung der französischen Behörden ausgelöst, die Mindestsumme für Einlagen, die

nicht der Zinsplafondregelung unterliegen, von FF 100 000 bei einmonatiger Laufzeit auf FF 500 000 bei sechsmonatiger Laufzeit zu erhöhen. Sie ist jedoch auch auf die Finanzbedürfnisse des Fiskus zugeschnitten, da die Geldmarktfonds zur Stützung des Anleihemarkts beigetragen haben und Anleihen in Frankreich die bei weitem wichtigste Investitionsalternative für Finanzanlagen darstellen. Ob die Geldmarktfonds spürbare Einflüsse auf die Geldnachfrage M2 – die die monetäre Zielgröße bildet – ausüben, ist derzeit noch nicht absehbar.

In *Italien* war eine der wesentlichsten Veränderungen des Finanzsystems in jüngster Zeit die Herausbildung des Schatzwechselmarkts. Die Beliebtheit der Schatzwechsel (kleine Stückelung und Steuerfreiheit) führte zu einem erheblichen Rückgang des Anteils der Bankeinlagen während der Jahre 1978–81. Im Verlauf dieses Zeitraums stieg der Anteil der Schatzwechsel an den gesamten Finanzanlagen von 7 auf 32%, während der Anteil der Einlagen von über 60 auf etwa 40% absank. Die geringere Bedeutung der Bankeinlagen und die höhere Nachfrage nach Schatzwechseln ergab sich teilweise aus der Verschärfung der Obergrenzen für die Bankkreditgewährung, die die Nachfrage der Banken nach Einlagen drosselte und ihnen kaum einen Anreiz bot, ihre Einlagenzinsen zu erhöhen. Als sich 1982 die Differenz zwischen der Verzinsung der Schatzwechsel und den Depositenzinssätzen verkleinerte, wurde ein Teil des vorangegangenen Einlagenabbaus rückgängig gemacht.

Finanzielle Neuerungen und Geldpolitik

Die vorstehende Diskussion hat gezeigt, daß die USA, Kanada und Großbritannien in den letzten Jahren bei der Durchsetzung finanzieller Innovationen die Vorhut bildeten. In den anderen Ländern verlief der Innovationsprozeß eher schrittweise oder wurde unter Kontrolle gehalten. Die große Anzahl finanzieller Neuerungen in den USA, Kanada und Großbritannien hat zumindest drei wesentliche Probleme in Hinblick auf die Zwischenziele der Geldpolitik verschärft. Ernste Schwierigkeiten ergaben sich insbesondere bei der Definition und Messung der monetären Aggregate, ihrer Steuerung und der Interpretation der Konsequenzen ihrer Veränderungen. Im vorliegenden Abschnitt wird ein kurzer Überblick über diese Probleme gegeben.

Die Schwierigkeiten bei der Definition und Messung der monetären Aggregate sind zum großen Teil bereits in den vorstehenden Länderanmerkungen erläutert worden. Faßt man zusammen, so haben sich Finanzierungsinstrumente, die sowohl investive Elemente (d.h. marktabhängige Verzinsung) als auch Zahlungsmiteileigenschaften aufweisen, weitgehend durchgesetzt, so daß eine eindeutige Klassifizierung eines Instruments aufgrund seiner maßgeblichen Eigenschaften schwierig wird. Darüber hinaus haben die sinkenden Kosten für die Umschichtung von Geldern zwischen verschiedenen finanziellen Instrumenten die Möglichkeiten erweitert, Zahlungen vorzunehmen. Die Feststellung der „Geldnähe“ eines Finanzmittels ist besonders dann wichtig, wenn die monetären Ziele unter Verwendung von M1 formuliert werden, wie es in den USA, nunmehr auch in Großbritannien und bis vor kurzem in Kanada der Fall war. Das Problem ist jedoch – wie die Schwierigkeiten bei der Messung von Sterling-M3 in Großbritannien zeigen – viel allgemeinerer Natur: Fi-

nanzielle Neuerungen schaffen Instrumente, die Bestandteile sowohl der weit wie auch der eng definierten Geldmengenaggregate ersetzen können.

In allen drei Ländern haben finanzielle Innovationen offenbar die kurzfristige Kontrolle der geldpolitischen Zielgrößen erschwert, indem sie zu Verlagerungen in der Nachfrage nach diesen Aggregaten (s. unten) im Verhältnis von Bargeld zu Einlagen und im effektiven Mindestreservesatz geführt haben, der von den Umschichtungen niedrig verzinslicher Einlagen in höher verzinsliche Instrumente ohne Reserveverfordernisse abhängt. In den letzten Jahren scheinen diese Verlagerungen erheblich gewesen zu sein, es ist jedoch schwierig zu schätzen, inwieweit sie durch finanzielle Neuerungen hervorgerufen wurden.

In den USA und Großbritannien, wo weiter definierte Aggregate (M2, M3 und Sterling-M3) als Zielgrößen benutzt wurden, wurde es schwieriger, sie auf kurze Sicht durch Zinsänderungen zu steuern, da die Zinselastizität der Nachfrage nach diesen Aggregaten im Zeitverlauf gesunken ist. Dieser Rückgang ist dem höheren Anteil der Einlagen mit marktabhängiger Verzinsung innerhalb der Aggregate zuzuschreiben; da die Rendite solcher Finanzinstrumente tendenziell steigt (fällt), wenn das allgemeine Marktzinsniveau steigt (fällt), besteht kein Anreiz für eine Veränderung der investierten Beträge. Geht man davon aus, daß der Anteil zinstragender Einlagen an M1 – insbesondere in den USA – ebenfalls steigt, so dürften Zinsänderungen auch für die kurzfristige Steuerung dieses Aggregats in Zukunft weniger wirksam sein.

Unter langfristigen Aspekten sind die Auswirkungen von Änderungen im Finanzsystem auf die Beziehung zwischen monetären Aggregaten, Zinssätzen und Wirtschaftstätigkeit wichtiger als kurzfristige Probleme der monetären Steuerung. Die Zweckmäßigkeit und Bedeutung der Zwischenziele hängen offenbar von der Art dieser Beziehung ab. Was das angeht, liegen also die beiden wesentlichen Probleme der jüngsten finanziellen Neuerungen in ihren Auswirkungen auf die Stabilität der Geldnachfrage und auf die Wirkungsweise des Mechanismus der Übertragung monetärer Impulse auf den realen Sektor.

Für alle drei Länder gibt es deutliche empirische Hinweise für zumindest eine Verlagerung der Geldnachfragefunktion zu Beginn oder Mitte der siebziger Jahre: für M1 im Falle Kanadas und der USA, für M3 in Großbritannien. Einige jüngere Daten deuten darüber hinaus auf eine weitere Verlagerung in den frühen achtziger Jahren hin. Genauer gesagt dürften sich von 1980 bis 1981 und/oder von 1981 bis 1982 Schätzungen zufolge die M1-Nachfragefunktionen für Kanada und die USA abwärts verlagert haben, während man für die Sterling-M3-Funktion eine Verlagerung nach oben annimmt. Diese Ergebnisse einer neuerlichen Verlagerung der Geldnachfragefunktionen stimmen mit der oben dargestellten Analyse von Geldumlaufgeschwindigkeit und Zinssätzen überein. Für die USA bestreiten jedoch einige Wirtschaftswissenschaftler diese Anzeichen und liefern andere Schätzungen, die nahelegen, daß die letzte Welle finanzieller Neuerungen bisher noch keine spürbare Verlagerung der Geldnachfragefunktion für M1 bewirkt hat. Die Erklärung für die widersprüchlichen Ergebnisse scheint darin zu liegen, daß die Abwärtsverschiebung durch eine Bewegung nach oben überlagert wurde, die auf die landesweite Einführung der NOW-Konten um das Jahresende 1980 zurückzuführen ist.

Empirische Untersuchungen dieser Art sind häufig mehrdeutig und unpräzise. Eine wichtigere Folgerung aus den jüngsten Bewegungen der geschätzten Geldnachfragefunktionen ist vielleicht, daß sie auf eine erheblich größere Instabilität über kurze Fristen, d.h. über Zeiträume von einem bis zu vier oder fünf Quartalen hindeuten, selbst wenn angenommen wird, daß über sehr lange Fristen hinweg das Nachfrageverhalten vergleichsweise stabil geblieben sein dürfte. So waren z.B. die Prognosefehler des vierteljährlichen ökonomischen Modells des Federal Reserve Board für die Geldnachfrage M1 in den USA ab Jahresanfang 1980 erheblich größer als in den davorliegenden drei bis vier Jahren.

Schwankungsbreite langfristiger Zinssätze*

	Standardabweichungen monatlicher langfristiger Zinssätze					Standardabweichungen trendbereinigter monatlicher langfristiger Zinssätze				
	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82
USA	0,8	0,4	0,4	0,9	1,5	0,5	0,3	0,5	0,6	1,5
Kanada	0,6	0,4	0,5	0,7	1,7	0,4	0,3	0,5	0,4	1,6
Großbritannien ..	0,8	1,2	1,0	1,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,0	1,6
Deutschland (BR)	0,9	0,8	1,2	0,9	1,0	0,8	0,7	1,2	0,8	1,0
Japan	0,3	0,6	0,3	0,8	1,0	0,6	0,7	0,4	0,9	0,9
Frankreich	0,7	0,5	0,4	0,7	1,4	0,3	0,5	0,7	0,8	1,1
Italien	1,1	0,5	1,7	0,5	2,5	0,6	1,1	1,1	1,0	1,9

*USA: Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen; Kanada: Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens zehn Jahren; Großbritannien: Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren; Deutschland: öffentliche Anleihen; Japan: Kommunalobligationen; Frankreich: öffentliche Anleihen; Italien: Schatzanweisungen.

In den USA, Kanada und Großbritannien wie auch in einigen anderen Ländern könnten die finanziellen Neuerungen auch zu Veränderungen im Transmissionsmechanismus zwischen monetärem und realem Sektor geführt haben. Die größere Zinsreagibilität der Forderungen und Verpflichtungen der Finanzinstitute, Ausleihungen zu variablen Zinssätzen und Laufzeitverkürzungen, die Entwicklung und Verschmelzung finanzieller Märkte und – allgemeiner – der zunehmende Wettbewerb innerhalb des Finanzsystems haben zur Folge, daß Zinsänderungen sich unabhängig davon, ob sie autonom oder geldpolitisch induziert sind, tendenziell schneller über das gesamte Spektrum finanzieller Forderungen und Verbindlichkeiten ausbreiten. Diese Entwicklungen verstärken somit die Bedeutung der Zinssätze für die Beeinflussung realer ökonomischer Größen. Gleichzeitig sinkt durch die Liberalisierung in bestimmten Ländern (z.B. Abbau vieler Einlagenzinsplafonds und Wucherrechtsnormen in den USA, Abschaffung des „Korsetts“ und der Devisenkontrollen in Großbritannien und Lockerung der Devisenkontrollen und einiger zinsregulierender Maßnahmen in Japan) die Bedeutung der Kreditverfügbarkeit („Mengenrationierung“) als Kanal für die Übertragung monetärer Einflüsse auf den realen Sektor, so daß den Marktzinssätzen auch von dieser Seite her eine höhere Last bei der Übertragung monetärer Impulse aufgebürdet wird.

Die Beseitigung oder Reduzierung verschiedener Ursachen für Unzulänglichkeiten des Marktes und der wachsende Wettbewerb im Finanzsystem führten im

Vergleich zu früher zu größeren Schwankungen des Zinsniveaus. Dies scheint übereinzustimmen mit den tatsächlichen Bewegungen der Zinssätze in den letzten Jahren, verglichen mit dem davorliegenden Zeitraum. Die vorstehende Tabelle enthält Standardabweichungen monatlich verfügbarer tatsächlicher und trendbereinigter langfristiger Zinssätze für fünf Dreijahresperioden von 1968 bis 1982. Diese beiden Maßgrößen zeigen, daß – Deutschland vielleicht ausgenommen – die Schwankungen der Zinssätze in der Dreijahresperiode 1980–82 höher waren als in früheren Jahren.

Der Trend weg von der „Mengenrationierung“ der Kredite und hin zu größerem Wettbewerb um die Finanzmittel und die damit verbundene größere Schwankungsbreite der Zinssätze könnten den Zinseinfluß auf die reale Nachfrage verstärken. In dem neuen Umfeld dürften Zinseffekte leichter feststellbar und schätzbar sein, wobei auch einige deutliche Änderungen im Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer offenbar werden dürften. Frühere Schätzungen der Zinselastizitäten verschiedener Komponenten der Endnachfrage könnten sich als nicht mehr gültig erweisen und nach einer Übergangsphase könnten die Schätzwerte höher als früher liegen.

Der Prozeß finanzieller Innovationen und die durch ihn aufgeworfenen Fragen und Probleme scheinen sich derzeit in einer Reihe von Ländern in einem Stadium ständiger Veränderung zu befinden. Unter diesen Voraussetzungen kann die Geldpolitik sich nicht allein darauf beschränken, die Bewegungen der monetären Aggregate zu steuern, die in Inhalt und Bedeutung unvorhersehbaren Änderungen unterworfen sind. Die Regierungen der USA, Kanadas und Großbritanniens haben dies erkannt: Aus den genannten und anderen Gründen gingen alle drei Länder 1982 zu einer flexibleren geldpolitischen Strategie über, derzufolge verschiedene monetäre Aggregate und auch andere Indikatoren als Richtschnur für die Geldpolitik benutzt werden (s. Kapitel IV, S. 82–87).

IV. GELDPOLITIK UND DESINFLATIONSPROZESS

Schwerpunkte

Die Zinssätze gingen im vergangenen Jahr an den wichtigsten nordamerikanischen und europäischen Finanzmärkten fühlbar zurück. Im Vergleich zu den Inflationsraten blieben sie jedoch sehr hoch.

Da sich die kurzfristigen Zinsen stärker als die langfristigen Sätze zurückbildeten, lockerten sich die mit einer inversen Renditenstruktur verbundenen Anspannungen der Geldinstitute. In der von tiefer Rezession geprägten Situation hielten sich freilich die Kapitalmarktrenditen aufgrund von Befürchtungen über ein Wiederaufleben der Inflation, Sorgen über den hohen zukünftigen öffentlichen Finanzierungsbedarf sowie im Bewußtsein einer weiterhin notwendigen Umstrukturierung der Unternehmensbilanzen auf einem ungewöhnlich hohen Niveau. Die Besorgnis des Marktes über die finanzielle Lage schlug sich mitunter in erheblichen Risikoaufschlägen bei den von einigen Kreditnehmern zu zahlenden Zinsen nieder, und ganz allgemein zögerten die Banken bei rückläufigen Geldmarktsätzen mit der Senkung ihrer Sollzinsen, da sie sich genötigt sahen, höhere Rückstellungen für Kreditausfälle vorzunehmen. Die Vorteile niedriger Zinsen stellten sich somit – trotz bereits früher erfolgter Ausleihungen zu variablen Zinssätzen – nicht so umfassend und rasch ein, wie wohl erwartet worden war.

Die Hauptlast der Inflationsbekämpfung und der Bemühungen um ein stabiles Klima der Preiserwartungen ruhte auf der Geldpolitik. Die Lohn- und Preissteigerungen ermäßigten sich im letzten Jahr, doch geriet der Anpassungsprozeß in ein sehr schwieriges Stadium. In mehreren Ländern waren jedoch die Behörden in der Lage, auf die Rezession und die labile Finanzlage zu reagieren, ohne dadurch die längerfristigen Anpassungsziele zu gefährden, denn das Vertrauen in ihren wirtschaftspolitischen Kurs war während der vergangenen Jahre gewachsen. In einem gestörten, raschen Wandlungen unterworfenen Umfeld fiel dem subjektiven Urteilsvermögen eine größere Rolle bei der Umsetzung der Wirtschaftspolitik zu. Insbesondere in den USA erkannten die Märkte die Notwendigkeit, den ungewöhnlich hohen, sich aus der Rezession ergebenden Liquiditätsbedarf zu akkommodieren, und sie nahmen es hin, daß für die Geldmengensteuerung ein breiterer, längerfristiger Ansatz gefordert wurde. Desgleichen wurde gesehen, daß die Geldmengenaggregate in einer schwierigen Zeit durch finanzielle Innovationen erhebliche Verzerrungen erfahren hatten.

Die Bekanntgabe von Geldmengenzielen wird in den wichtigsten Industrieländern allgemein weiterhin als zweckdienlich angesehen. Viele dieser Länder neigen jedoch zunehmend dazu, diese flexibler zu gestalten und bei der Bewertung monetärer Bedingungen auch andere finanzielle Indikatoren und Entwicklungen in der Wirtschaft stärker zu berücksichtigen.

In einigen Ländern bildete eine an der Verteidigung der Landeswährung ausgerichtete Zinspolitik ein wichtiges Element im Rahmen der Bemühungen um Wiederherstellung der Preisstabilität. Nachgebende Inflationsraten erlaubten im letzten Jahr in vielen dieser Länder den Währungsbehörden, auf eine geldpolitische Lockerung hinzuwirken.

Unter den gegenwärtigen Umständen stellen die hohen Realzinsen nach wie vor ein Hindernis auf dem Weg zu einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft dar. Befürchtungen über ein Wiederaufflammen der Inflation setzen freilich dem, was die Geldpolitik allein erreichen kann, enge Grenzen; daneben schaffen Ungleichgewichte im privaten und im öffentlichen Sektor vielfach zusätzliche Hemmnisse. In einigen Ländern hat eine günstigere Zahlungsbilanzlage die Gefahr vermindert, daß Zinssenkungen einen Kursrückgang der Währung und eine neuerliche Kosteninflation nach sich ziehen. Allerdings befinden sich die Länder hinsichtlich des ihnen zur Verfügung stehenden Zinssenkungsspielraums in einer recht unterschiedlichen Lage.

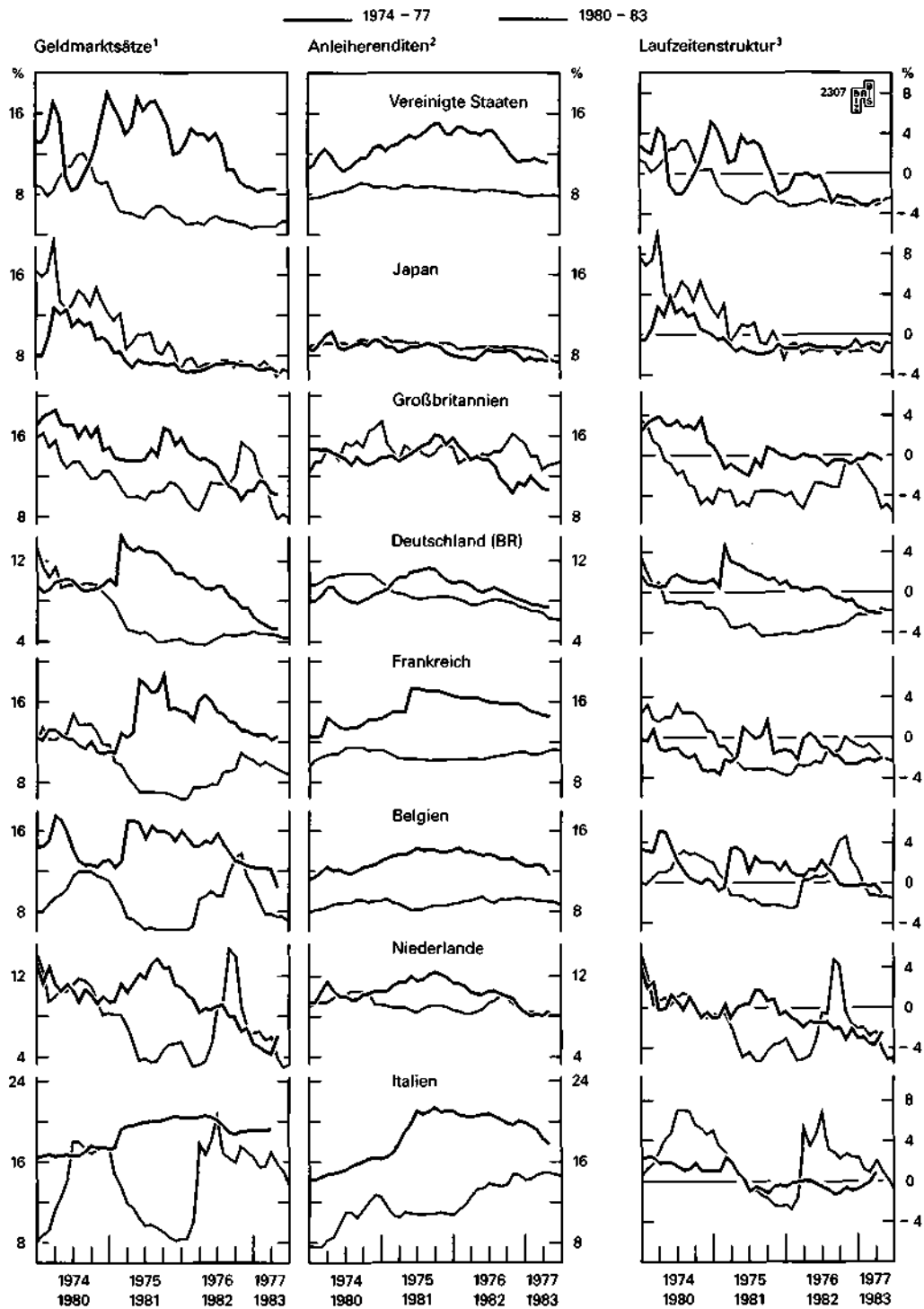
Nominalzinssätze

Neueste Entwicklungen. Zur Erleichterung aller Schuldner – und vieler ihrer Gläubiger – gaben die Zinsen an den wichtigsten Märkten in Nordamerika und Europa im vergangenen Jahr erheblich nach. Die jüngste Hochzinsphase war selbst gemessen an dem bewegten Geschehen in den Jahren unmittelbar nach der ersten Ölkrise von überlanger Dauer gewesen. Obwohl der Rückgang im vergangenen Jahr sogar steiler ausfiel, als die meisten Optimisten angenommen hatten, blieb das Zinsniveau in vielen Ländern für eine Rezessionsphase doch außerordentlich hoch.

In den USA waren die Geldmarktsätze im Herbst 1981 zurückgegangen, stiegen dann aber wieder Anfang 1982 und blieben bis zur Jahresmitte sehr hoch. Danach fielen sie innerhalb von sechs Monaten um 5–6 Prozentpunkte. Auf den Märkten war die Zuversicht gewachsen, daß die jüngsten eindrucksvollen Erfolge im Kampf gegen die Inflation konsolidiert werden könnten, und sie akzeptierten, daß deshalb die Geldpolitik jetzt stärker auf die Rezession und die Einleitung einer wirtschaftlichen Erholung abstellen konnte. Allerdings bildeten sich die langfristigen Sätze nur langsam zurück: Die Anleiherenditen lagen im Frühjahr 1983 noch um etwa 3 Prozentpunkte über ihrem in den siebziger Jahren durchschnittlich verzeichneten Niveau.

Die Währungsbehörden der europäischen Länder konnten, nachdem erst einmal die Abwärtsbewegung der US-Zinsen eingesetzt hatte, ihre Bemühungen um Senkung ihrer eigenen Geldmarktsätze wiederaufnehmen. Im Verlauf des Jahres 1982 fielen die kurzfristigen Zinsen in fast allen in der umstehenden Grafik dargestellten europäischen Ländern um 2–4 Prozentpunkte, in Italien allerdings weniger. Bis zum Frühjahr 1983 hatten sich die meisten dieser Sätze auf ein Niveau zurückgebildet, das weniger als halb so hoch war wie die Höchststände von 1980 und 1981. Im März mußten freilich die kurzfristigen Zinsen in Belgien und Frankreich angehoben werden, um dem Druck auf den Devisenmärkten zu begegnen. Allerdings konnten die Geldmarktsätze in diesen Ländern nach einer Paritätsanpassung

Kurz- und langfristige Zinssätze



¹ Ausgewählte typische Zinssätze (Italien: Sichteinlagen unter Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen unter Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: Dreimonats-Geldmarktpapiere).
 ² Ausgewählte typische Zinssätze (USA: Industrieobligationen; Großbritannien und Niederlande: Staatsschuldverschreibungen; übrige Länder: verschiedene öffentliche Anleihen).
 ³ Kurzfristige Zinssätze abzüglich langfristiger Sätze.

innerhalb des EWS wieder gesenkt werden. In Großbritannien blieben die Geldmarktsätze reagibel gegenüber den ölpreisabhängigen Kursperspektiven für das Pfund Sterling, gingen aber von 1981 bis Anfang 1983 per saldo erheblich zurück.

In Deutschland, den Niederlanden, der Schweiz und (bis zum November) in Großbritannien sanken im letzten Jahr die Anleiherenditen nach und nach, blieben hingegen in Frankreich, Belgien und Italien sehr hoch. In diesen drei Ländern ist die Leistungsbilanz defizitär; in Italien und Belgien sind zudem die Defizite der öffentlichen Haushalte vergleichsweise groß. Hinzu kommt, daß der Inflationssockel in Frankreich und erst recht in Italien noch immer hoch ist.

In Japan, wo der Anpassungsprozeß nach der zweiten Ölkrise bereits gut vorgekommen war, blieb das Zinsniveau im vergangenen Jahr niedrig. In Kanada hingegen stiegen im ersten Halbjahr 1982 per saldo die Zinsen, als sich im kurzfristigen Bereich das Zinsgefälle zu den USA infolge von Devisenmarktspannungen ausweitete. Nach der Jahresmitte jedoch sanken die Zinsen in Kanada unter dem Einfluß einer Verbesserung der kanadischen Zahlungsbilanz sogar stärker als die US-Zinsen.

Renditenstruktur. Die Renditenkurve, die 1980 und 1981 während ungewöhnlich langer Zeiträume ein stark inverses Gefälle verzeichnet hatte, kehrte sich im vergangenen Jahr infolge hochbleibender oder, gemessen an den Geldmarktsätzen, sehr viel langsamer sinkender Anleiherenditen um, wobei nunmehr die positive Steigung in einigen Fällen ungewöhnlich steil war. Ein langsames Reagieren der langfristigen Sätze auf Rückgänge der Geldmarktzinsen war auch in früheren Fällen zu beobachten; gewöhnlich kommt darin eine Umstrukturierung der Verbindlichkeiten der Unternehmen in Zeiten einer Rezession zum Ausdruck. Im vergangenen Jahr waren die staatlichen Haushaltsungleichgewichte ein zusätzlicher Einflußfaktor. Zudem konnte die insbesondere in den USA stark ausgeprägte Differenz zwischen den Geldmarktzinsen und den Anleiherenditen teilweise als Zeichen dafür gedeutet werden, daß die Märkte ihre Zweifel hatten, ob die niedrigen Inflationsraten der Rezession auf mittlere Sicht bestehen bleiben.

Variabilität der Zinsen. Die Entspannung auf den Geldmärkten im letzten Jahr ging mit einer ausgeprägten Abnahme der Zinsschwankungen einher. In den USA, wo die seit Oktober 1979 laufenden Bemühungen um eine stärkere Feinsteuerung der Geldbestände für die extreme Unbeständigkeit der Zinssätze verantwortlich gemacht worden waren, zeigte sich in jüngster Zeit sowohl bei den Monatsveränderungen der Geldmarktzinsen (s. S. 85) als auch bei deren täglicher Schwankungsbreite eine bemerkenswerte Abnahme. Letzteres ist klar aus der umstehenden Tabelle ersichtlich, aus der sich die trendbereinigten Tagesschwankungen der Zinssätze für aufeinanderfolgende Sechsmonatszeiträume ergeben. Es können kaum Zweifel bestehen, daß sich in der relativen Stabilität der letzten sechs Monate die Abkehr von der kurzfristigen Steuerung der Geldmengenaggregate und die Fortschritte bei der Inflationseindämmung widerspiegeln. In den meisten anderen Ländern waren die Tagesschwankungen der Geldmarktsätze im Zeitraum 1980/81 weit unter denen in den USA geblieben, gleichwohl aber im vergangenen Jahr zurückgegangen. In Deutschland, den Niederlanden und insbesondere der Schweiz ist der Zinssenkungsprozeß sehr viel reibungsloser verlaufen und mit weniger Unsicherheiten

Tagesschwankungen der Geldmarktsätze*

Sechsmonatsperiode endend im	USA	Kanada	Groß- britannien	Deutsch- land (BR)	Frank- reich	Italien	Belgien	Nieder- lande	Schweiz
September 1979 ..	0,43	0,25	0,53	0,19	0,27	0,05	0,54	0,38	0,37
März 1980	1,27	0,53	0,61	0,40	0,35	0,75	0,61	1,28	0,68
September 1980 ..	2,58	1,04	0,42	0,34	0,26	0,31	0,53	0,41	0,44
März 1981	2,12	1,27	0,47	0,96	0,46	0,43	0,48	0,48	0,75
September 1981 ..	1,10	0,81	0,52	0,23	1,92	0,05	0,49	0,53	0,74
März 1982	1,36	0,95	0,51	0,29	0,92	0,20	0,51	0,34	0,54
September 1982 ..	1,08	1,01	0,33	0,34	0,28	0,32	0,60	0,42	0,63
März 1983	0,43	0,40	0,54	0,25	0,27	0,07	0,59	0,26	0,47

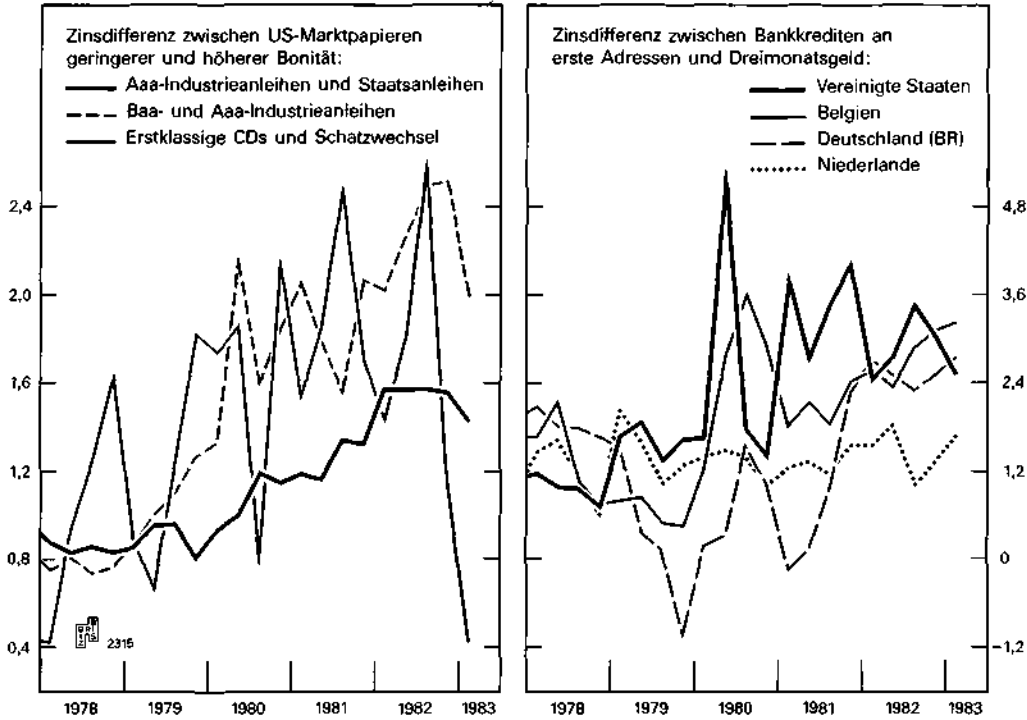
* Die Schwankungen werden für jede Sechsmonatsperiode am Standardschätzfehler von Zeitregressionen gemessen. Auf der Basis von Tageswerten der Sätze dreimonatiger Geldmarktpapiere mit Ausnahme Frankreichs (ein Monat). Großbritannien, Frankreich und Italien: inländische Geldmarktsätze; übrige Länder: Eurogeldmarktsätze.

auf dem Devisenmarkt verbunden gewesen als in der vorausgegangenen Periode der Zinssteigerungen. Eine zunehmende Stabilität der Geldmarktzinsen ist um so mehr zu begrüßen, als es Hinweise dafür gibt, daß sich in einigen Ländern die Schwankungen der kurzfristigen Sätze in den letzten Jahren mehr als früher üblich in der Höhe und Variabilität der Kapitalmarktrenditen niederzuschlagen begannen.

Risikoprämien und Kreditkonditionen der Finanzinstitute. In den Zinsunterschieden im vergangenen Jahr spiegelte sich mitunter die ausgeprägte Reagibilität der Finanzmärkte auf durch Rezession und hohe Zinsen hervorgerufene Schwächen in den Bilanzpositionen. Am besten kann dies ebenso wie eine tendenzielle allgemeine Scheu vor hohen Risiken am Geschehen auf den US-Märkten verdeutlicht werden. Beispielsweise kamen konkrete und mehr allgemeine Besorgnisse nach der Jahresmitte in einem starken Anstieg der Differenz zwischen den Renditen für Einlagenzertifikate und denen für Schatzwechsel zum Ausdruck. Eine ähnliche Entwicklung war am langen Ende des Marktes im Renditenunterschied zwischen Unternehmensschuldverschreibungen der Bonität Baa und den mit Aaa klassifizierten oder in der Differenz zwischen den Renditen von Unternehmensschuldverschreibungen im allgemeinen und denen für Staatspapiere zu beobachten. In der Folge verringerten sich die verschiedenen Risikoaufschläge an den US-Märkten fast ebenso rasch, wie sie zugenommen hatten. Am Anleihemarkt ist jedoch seit einigen Jahren eine tendenzielle Ausweitung der Renditendifferenzen auf der Basis von Qualitätsunterschieden festzustellen. Die Risikoprämie bei den langfristigen Zinsen, die Unternehmen nicht erster Adresse für Kredite zu zahlen haben, dürfte noch immer um rund 1½ Prozentpunkte höher liegen als 1978.

In zahlreichen Ländern verschlechterte sich im vergangenen Jahr die Ertragslage der Kreditinstitute, da höhere Rückstellungen für Kreditausfälle notwendig wurden. Infolgedessen waren diese tendenziell um eine Ausweitung der Zinsspanne zwischen ihren verzinslichen Aktiva und Passiva bemüht und zögerten ungewöhnlich lange mit der Anpassung ihrer Kreditzinsen an die rückläufigen Geldmarktsätze. In einer Rezession kann ein solches Verhalten die Behörden vor ein Dilemma stellen. In vielen Ländern haben jedoch die Banken seit längerem den Anteil ihrer Ausleihungen mit variablem Zinssatz erhöht (s. Kapitel III). Deshalb müssen einige Kreditnehmer vom Rückgang der kurzfristigen Zinsen ohne nennenswerte Zeitverzögerung profitiert haben.

Risikoprämien und Zinsaufschläge für Finanzvermittlung*



Realzinssätze

In einer Reihe von Ländern, in denen die langfristigen Zinsen im letzten Jahr sanken, ging die Inflationsrate noch stärker zurück. In einigen der in der umstehenden Tabelle aufgeführten Länder bildeten sich die Anleiherenditen, deflationiert mit dem jeweiligen Anstieg der Verbraucherpreise, im vergangenen Jahr zurück, in den meisten Fällen stiegen sie jedoch und lagen Anfang 1983 zumeist sehr viel höher als 1980. Die so gemessenen langfristigen Realzinssätze reichten zu Beginn des Jahres 1983 von rund 3% in Deutschland (was in etwa normal für dieses Land ist), Italien und Großbritannien bis hin zu etwa 7% in den USA. Auch in Japan sind die langfristigen Zinsen inflationsbereinigt hoch.

Zahlen dieser Art müssen behutsam interpretiert werden. Die tatsächlich verzeichneten Preissteigerungsraten sind häufig ein nur unzureichender Näherungswert für die Inflationserwartungen, letztere sind mit ziemlicher Sicherheit weniger unstetig als erstere, und Meinungsumfragen deuten darauf hin, daß die langfristigen Inflationserwartungen gegenwärtig höher als die Inflationsraten der jüngsten Vergangenheit sein könnten. Die immer wiederkehrende Frage, welcher Preisindex zu verwenden sei, war in letzter Zeit weniger bedeutsam als sonst. Welchen Index man auch immer als Maßstab nimmt, die damit deflationierten langfristigen Zinsen

Reale Anleiherenditen

Position und Zeitraum	USA	Japan	Groß-britannien	Deutsch-land (BR)	Frank-reich	Italien	Belgien	Schweiz
Jahresdurchschnitte in Prozent p.a.								
Reale Renditen¹								
1963-72 Durchschnitt	2,7	1,6	2,7	4,1	2,7	3,0	3,0	1,0
1974-77 Durchschnitt	0,3	-5,3	-3,9	2,8	-0,6	-5,7	-1,7	0,7
1979-82 Durchschnitt	1,8	3,6	0,5	3,7	1,6	-0,7	5,7	0,1
1980	-1,6	1,9	-4,5	3,0	0,6	-5,3	6,0	0,7
1981	3,2	2,9	2,1	4,7	3,1	-0,2	6,3	-0,3
1982	6,5	5,1	2,9	3,3	3,0	3,6	4,9	-1,1
1983 I. Quartal	7,5	5,2	5,3	3,1	5,3	2,3	3,7	-1,3
<i>Nachrichtlich:</i>	<i>Prozent</i>							
Inflationsraten²								
1963-72 Durchschnitt	3,2	5,7	4,8	3,2	4,6	4,3	3,8	4,5
1982	6,2	2,7	8,6	5,3	11,8	16,6	8,7	5,6
Wachstumsrate des realen BSP								
1963-72 Durchschnitt	4,0	9,8	2,8	4,7	5,5	5,6	4,8	4,4
1982	-1,7	3,0	1,4	-1,1	1,8	-0,3	-0,7	-1,7
Haushaltsdefizite³								
1963-72 Durchschnitt	0,1	-0,2 ⁴	0,5	-0,0	-0,5	5,4	1,7	-
1982	3,8	4,1	1,6	3,9	2,9	12,0	12,2	-
1983 ⁵	4,5	3,4	2,5	3,8	2,3	11,6	10,7	-

¹ Renditen ausgewählter typischer langfristiger Schuldverschreibungen deflationiert mit dem gleitenden Sechsmonatsdurchschnitt der Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreise. ² Jährlicher Anstieg der Verbraucherpreise. ³ Nettodarlehensvergabe (-) der öffentlichen Haushalte in Prozent des Bruttosozialprodukts. ⁴ 1965-72. ⁵ Schätzungen und Prognosen der OECD.

bleiben hoch, und diese langfristigen Sätze sind für die Spar- und Investitionsentscheidungen ausschlaggebend. Natürlich beeinflussen Steuern die effektiv von den Kreditnehmern gezahlten und von den Kreditgebern erhaltenen Realrenditen, allerdings in einer nur schwer meßbaren Weise. In einer Rezession ist indes der zu versteuernde Gewinn vieler Firmen nicht hoch genug, um die steuerlichen Erleichterungen für Zinszahlungen voll ausschöpfen zu können.

Somit können nur wenige Zweifel bestehen, daß die Realzinsen sowohl vor wie nach Steuern für eine Phase der Rezession oder des beginnenden Aufschwungs ungewöhnlich hoch sind. Sie sind es auch gemessen an den durchschnittlichen realen Kapitalrenditen und jedweder Rate wirtschaftlichen Wachstums, die für die nächsten Jahre realistischerweise erwartet werden kann. In dieser Hinsicht war die Lage in den sechziger Jahren ganz anders, so daß ein Vergleich mit früheren Jahren nur dazu dienen kann, die Bedeutung realer Zinssenkungen für die Verbesserung der Wachstumsaussichten hervorzuheben.

Die hohen Realzinsen, wie sie hier gemessen werden, sind zweifellos Ausdruck einer unangemessenen Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums, ungünstiger finanzieller Verhältnisse der Unternehmen und fortbestehender Ungewißheit, ob ein Wiederaufflammen der Inflation vermieden werden kann. Insbesondere hohe gegenwärtige und zukünftige Haushaltsdefizite rufen anhaltende Besorgnis hervor, und zwar nicht nur wegen des Zinsdrucks (nach oben), der entstehen könnte, soweit sie am Kapitalmarkt finanziert werden, sondern auch wegen der Inflation, die sich aus einer monetären Finanzierung dieser Defizite ergeben könnte.

Probleme der Geldpolitik

Die Geldpolitik in den Industrieländern mußte seit einigen Jahren der Inflationskontrolle hohe Priorität einräumen – eine Zielsetzung, für die Konsequenz in den Strategien wesentlich war. Im vergangenen Jahr brachten Rezession und finanzielle Innovationen die Notwendigkeit mit sich, bei der Verfolgung dieser Strategien flexibler vorzugehen. Die Frage, wieviel Spielraum hierfür bestand, stellte sich vornehmlich im Rahmen der Geldmengensteuerung, wie sie in den letzten Jahren in den meisten größeren Ländern betrieben wurde.

Ähnliche Überlegungen zur Flexibilität können aber auch im Rahmen einer anderen Art von unnachgiebiger Geldpolitik entstehen, einer Politik nämlich, bei der der Einfluß des Wechselkurses auf die inländischen Kosten und Preise von entscheidender Bedeutung für die Festsetzung der Zinsen ist. Normvorstellungen der Geldpolitik hinsichtlich des Wechselkurses brauchen nicht starr zu sein und können von Zeit zu Zeit geändert werden. Doch haben Leitlinien oder Begrenzungen in diesem Bereich in den letzten Jahren einen bedeutenden Einfluß auf die Zinspolitik in den meisten kleinen und großen Ländern (die USA sind die einzige bemerkenswerte Ausnahme) ausgeübt und haben maßgeblich mitbestimmt, inwieweit geldpolitische Impulse von einem Land auf andere übertragen werden. In den nächsten zwei Abschnitten dieses Kapitels wird ein Überblick über die monetären Gesamtgrößen und die Wechselkursorientierung in der Geldpolitik gegeben. Der letzte Abschnitt befaßt sich mit den bestehenden Optionen und Sachzwängen und geht der Frage nach, wieviel geldpolitischer Spielraum den Ländern zur Verfügung steht.

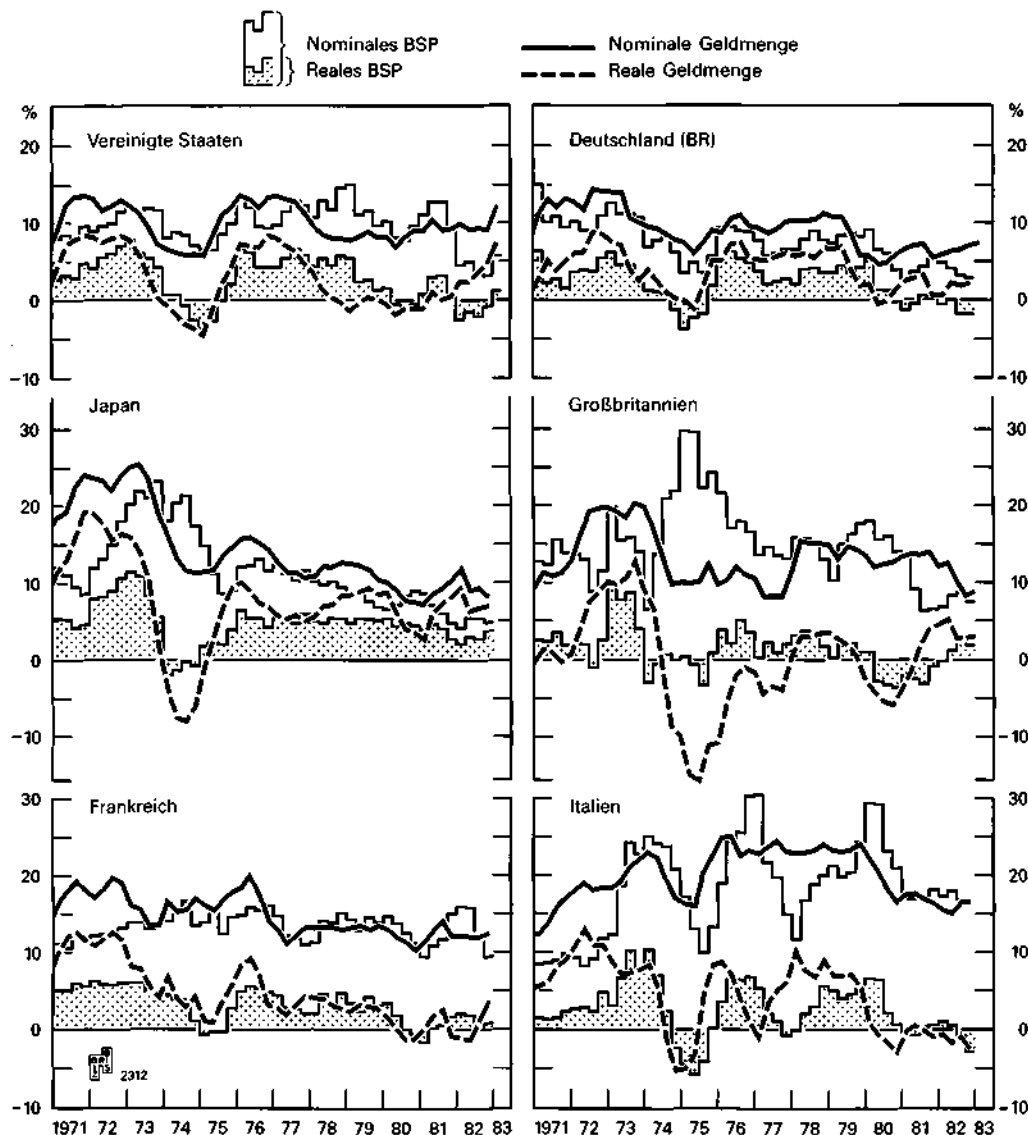
Geldmengenaggregate: Entwicklung und Strategien

Neue monetäre Entwicklung im Rückblick. Nach einer ausgeprägten Verlangsamung im Jahr 1980 beschleunigte sich im Verlauf des Jahres 1981 das Geldmengenwachstum in den meisten Industrieländern. Wie die umstehende Grafik zeigt, hielt in einigen Ländern das vergleichsweise starke Wachstum der weit definierten Aggregate im letzten Jahr trotz der Inflationsabschwächung an. Angesichts der Unsicherheiten, die in bezug auf die Auswirkungen finanzieller Innovationen und – im Falle der USA – administrativer Änderungen bestehen, von denen einige Ende 1982 in Kraft traten, ist die Entwicklung einzelner Aggregate mit Vorsicht zu bewerten. Ein Einflußfaktor scheint indessen die außergewöhnlich hohe vorsorgliche Kassenhaltung gewesen zu sein, die in Kapitel III im Rahmen der Erörterung der Umlaufgeschwindigkeit analysiert wird. Im Rahmen der Betrachtung der Geldpolitik ist wichtig, daß sie letztlich weitgehend akkommodiert wurde.

Über einen längeren Zeitraum gesehen sind in allen betrachteten Ländern die Wachstumsraten der in der Grafik dargestellten Aggregate weiter Abgrenzung in den letzten Jahren im Durchschnitt niedriger als zu Beginn der siebziger Jahre gewesen. Überwiegend waren zudem die seit 1979 verzeichneten Zuwachsraten im Durchschnitt niedriger als nach der ersten Ölkrise.

Als sich die Inflation 1979 wieder beschleunigte, schwächte sich die Wachstumsrate der realen Geldmenge in weiter Abgrenzung ähnlich wie 1974 stark ab. In den Jahren 1979–81 war das Wachstum des realen Geldvolumens vor dem

Die Geldmenge in weiter Abgrenzung und nominales und reales Bruttosozialprodukt
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent*



* Auf der Basis von Quartalsdurchschnitten (Großbritannien: Quartalsendständen) der Geldbestände (USA und Frankreich: M₂; Japan: M₂ + CDs; Deutschland und Italien: M₃; Großbritannien: PSL₂) und BSP/BIP-Deflatoren.

Hintergrund unverändert hoher Inflationsraten lange Zeit in allen Ländern mit Ausnahme Japans niedrig oder negativ. Als Vorbote einer lang anhaltenden Rezession war die reale Geldmenge weiterhin ein nützlicher Frühindikator für die Produktionsentwicklung, wenn auch die kausale Beziehung zwischen beiden Größen zweifelsohne komplex ist. Ebenso auffällig ist jedoch auch der letztjährige starke Anstieg der preisbereinigten Expansionsraten der Geldmenge in den USA, Deutschland und Frankreich. Besonders ausgeprägt war die Veränderung der Geldmenge M₂ in den

USA, die zuvor in enger Beziehung zur nominalen wie realen Entwicklung des Bruttosozialprodukts gestanden hatte.

Auch das Wachstum der eng definierten Geldmengenaggregate verstärkte sich in vielen Ländern im letzten Jahr unter dem Einfluß rückläufiger Zinsen deutlich. Teilweise wegen ihrer bekannten Reagibilität auf Zinsänderungen und der Tatsache, daß die Zinspolitik häufig an Wechselkurszielen ausgerichtet wird, galten die eng definierten Geldaggregate in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern noch nie als geeignete Zielgrößen. In den USA und Kanada, wo die Geldbestände enger Abgrenzung in der Vergangenheit im Zentrum des geldpolitischen Interesses standen, verlief die Entwicklung von M1 im letzten Jahr so sprunghaft, daß dieses Aggregat als Zielgröße ungeeignet wurde. Wie in Kapitel III ausgeführt, wird die Abgrenzung von Aggregaten, die ein wirkliches Spiegelbild von rein für Transaktionszwecke gehaltenen Guthaben sind, zunehmend durch verbesserte technische Möglichkeiten für Einlagenumschichtungen zwischen Transaktions- und Sparkonten und durch neue verzinsliche Konten, die sowohl für Zahlungszwecke als auch für das vorsorgliche Halten von Sparguthaben verwendet werden können, erschwert.

Der geldpolitische Rahmen. Normen für die Zunahme des Geldvolumens sind seit vielen Jahren in Gebrauch. In mehreren Ländern wurden sie erstmals Ende 1974 oder Anfang 1975 kurz nach der ersten Ölkrise verkündet. In der Verwendung quantitativer Zielvorgaben für die monetären Gesamtgrößen, durch die vor allem die hohen Inflationsraten gesenkt werden sollten, schlug sich die Erkenntnis nieder, daß Zinssignale unter hochinflationären Verhältnissen irreführend sein können. In Ländern wie Deutschland und der Schweiz war darüber hinaus eine andere Überlegung von Bedeutung, daß nämlich mit dem Übergang zu einem flexibleren Wechselkurssystem ein zuvor für die Geldpolitik geltender Zwang wegfiel. Vielerorts war man zu der Ansicht gekommen, daß frühere wachstumsorientierte Maßnahmen der Nachfragesteuerung zum Entstehen von Inflation und Inflationserwartungen beigetragen hatten. Als Reaktion darauf war das Konzept der Geldmengensteuerung von Anfang an mittelfristig orientiert und graduell angelegt. Erhebliche Bedeutung wurde auch dem möglichen Einfluß der Geldpolitik auf die Erwartungen beigemessen, wenngleich erkannt wurde, daß die Wirkungen eventuell nicht sofort spürbar würden. Einmal festgelegt, erfuhren die Normen von Jahr zu Jahr nur eine geringe Änderung oder wurden im Verlauf mehrerer Jahre schrittweise gesenkt, in der Hoffnung, daß dies die Inflationsmentalität allmählich schwächen werde.

Nach dem zweiten Ölpreisschock wirkten die unverändert belassenen oder weiter schrittweise gesenkten Richtwerte weniger akkommodierend. Ab 1979 verschärfen zudem die Länder in gewisser Hinsicht ihre Geldmengensteuerung. Am bedeutsamsten war, daß der Federal Reserve Board im Oktober 1979 in dem Bestreben, die kurzfristigen Schwankungen der Geldmenge besser in den Griff zu bekommen, das Verfahren aufhob, das bei Zinsänderungen ausdrücklich eine Einigung im Offenmarktausschuß vorsah. Es wurde durch ein Prozedere ersetzt, das mehr an der Entwicklung der Bankreserven ausgerichtet war und weite Schwankungen der Geldmarktzinsen zuließ. Danach gab es abwechselnd Phasen einer restriktiven Steuerung der Bankreserven und Zeiten relativer Auflockerung. 1980 kam es dann

im Anschluß an eine kurze Periode (als Notmaßnahme gedachter) direkter Kreditkontrollen zu Schwankungen der Geldmenge, der Zinsen und auch der Wirtschaftstätigkeit von noch nie dagewesenem Ausmaß. Als sich die Produktion 1981 vorübergehend erholte, widersetzte sich der Federal Reserve Board einer erneuten

Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Wachstumsraten

Land und Aggregat ¹	Zielvorgabe ² und (kursiv) Ergebnis								
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
	Zunahme im Zeitraum ³ in Prozent ⁴								
USA M ₁	5-7½	4½-7½	4½-6½	4-6½	1½-4½	4-6½	6-8½	2½-5½	4-8
	5,0	5,7	7,9	7,2	5,5	7,2	5,1	8,5	
	8½-10½	7½-10½	7-10	6½-9	5-8	6-9	6-9	6-9	7-10
	9,6	10,9	9,8	8,7	8,3	9,0	9,4	9,2	
M ₂	10-12	9-12	8½-11½	7½-10	6-9	6½-9½	6½-9½	6½-9½	6½-9½
	12,3	12,8	11,7	9,5	8,1	9,8	11,7	10,1	
CR	6½-9½	6-9	7-10	7-10	7½-10½	6-9	6-9	6-9	8½-11½
	3,4	4,1	7,6	13,3	12,6	8,0	8,3	6,1	
Japan M ₂ +CDs	-	-	-	12-13	11	8	10	8	7
	14,5	14,3	10,6	12,6	10,3	7,6	10,4	8,3	
Deutschland (BR) ZBG	8	8	8	8	6-9	5-8	4-7	4-7	4-7
	9,9	9,3	9,0	11,4	6,4	4,8	3,5	6,0	
Frankreich M ₂	-	-	12½	12	11	11	10	12½-13½	9
	18,2	12,9	13,9	12,2	14,4	9,8	11,4	12,0	
Großbritannien £M ₃	-	9-13	9-13	8-12	8-12	7-11	6-10	8-12	7-11
	-	7,3	15,4	11,4	10,3	20,0	14,6	9,8	
M ₁	-	-	-	-	-	-	-	8-12	7-11
	-	9,9	22,2	12,1	2,7	9,4	9,3	10,8	
PSL ₂	-	-	-	-	-	-	-	8-12	7-11
	-	7,8	15,6	13,3	9,6	14,5	12,0	8,9	
Italien GIK	17½	17½	15	16	18½	17½	16	15½	18
	25,4	19,9	17,8	20,9	18,5	18,5	18,1	20,8	
Niederlande M ₂	-	-	10	7	8½	7½	6½	-	-
	-	-	7,5	5,5	6,8	7,8	3,0	-	
Schweiz NBG	6,8	3,0	3,5	16,6	6,8	4	4	3	3
	6	6	5	5	-	-0,6	-0,5	2,6	
M ₁	4,0	7,8	5,4	16,6	8,5	-15,8	-3,6	2,9	-
	-	10-15	8-12	7-11	6-10	5-9	4-8	4-8	-
Kanada M ₁	-	10,9	8,3	9,2	8,0	6,2	3,9 ⁵	3,5 ⁶	-

¹ CR = "credit proxy" (Näherungswert für Kreditrahmen): Bankkredite oder - für 1983 - gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; £M₃ = Sterling-M₃; PSL₂ = Privatsektorliquidität; GIK = gesamte inländische Kreditgewährung; NBG = Notenbankgeldmenge. USA: neu abgegrenzte Gesamtgrößen ab 1980 und 1983; die Zielvorgaben und Wachstumsraten von M₁ beziehen sich 1980 und 1981 auf M_{1e}, das nicht um die geschätzten Effekte finanzieller Innovationen bereinigt ist. Niederlande: Zielvorgaben (und Ergebnisse) für 1980 und 1981 beziehen sich auf das inländische Mittelaufkommen von M₂. ² Japan: nur Projektionen; Frankreich (außer 1978) und Niederlande (nur 1979): Obergrenzen; Italien: die Prozentwerte basieren auf in Lira-Beträgen ausgedrückten Obergrenzen. ³ USA, Japan (bis 1982) und Deutschland (seit 1979): viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Italien (seit 1976), Frankreich (außer 1983) und Deutschland (inur 1975): Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Schweiz (außer 1980) und Deutschland (1976-78): Jahresdurchschnitte; Großbritannien und Kanada: verschiedene Zeiträume beginnend im April (1976, 1977 und 1978), Juni (1979) und Februar (1980, 1981 und 1982) bzw. im zweiten Quartal (1975 und 1979), Februar-April (1976), Juni (1977 und 1978) und August-Oktober (1980); Italien und USA: der Referenzzeitraum für die Zielvorgaben im Jahr 1975 beginnt im März bzw. im ersten Quartal; USA und Frankreich: 1983 basieren die Zielvorgaben auf dem Zeitraum Februar-März für M₂ bzw. auf November-Januar; für Japan wird die Projektion für die Periode zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres ausgewiesen. Die Ergebnisse des Geldmengenwachstums beziehen sich normalerweise auf den für die Zielvorgaben genannten Zeitraum und werden auch auf derselben Basis wie diese errechnet. Nicht aufgeführt sind in der Tabelle die Zielvorgaben für die Ausweitung der Inlandskredite in Großbritannien und für die gesamte Kreditgewährung in Italien während bestimmter Zeiträume von 1974 bis 1978 ebenso wie alle Normen des Geldmengenwachstums, die in den USA (vor 1979) und in Japan für aufeinanderfolgende, sich überlappende Jahreszeiträume gesetzt worden waren. ⁴ Jahresrate auch bei nicht ein Jahr betragenden Zeiträumen. ⁵ Bis Dezember 1981. ⁶ Dezember gegen Dezember des Vorjahres.

Wachstumsbeschleunigung von M1. Unmittelbar danach erklimmen die kurzfristigen Zinsen Höhen, die noch über denen von 1980 lagen.

Auch in anderen Ländern konnte man von 1979 an eine verschärfte Kontrolle der Aggregate und eine Straffung des Steuerungsverfahrens beobachten. Insbesondere die Behörden in Deutschland, Großbritannien und Frankreich bemühten sich energisch, die Wachstumsraten bestimmter monetärer Gesamtgrößen den Vorgaben der verkündeten Normen anzunähern oder – wie in Deutschland – in die untere Hälfte der Zielspanne zu bringen. In Deutschland erwies sich ein weiteres starkes Ansteigen der Zinsen zu Beginn des Jahres 1981, das von der Bundesbank vor allem gefördert worden war, um dem Leistungsbilanzdefizit entgegenzuwirken, als vereinbar mit der anhaltenden Ausweitung der Zentralbankgeldmenge nahe der Untergrenze der Bandbreite. In Japan schwächte sich 1980 das Wachstum von M2 und der Einlagenzertifikate unter dem Einfluß einer Herabsetzung des Richtlinienplafonds für Kredite ab. Allerdings stützte sich die Strategie des raschen Eingreifens zur Verhinderung der Ausbreitung einer Inflationsmentalität wohl mehr auf das starke Anheben des Diskontsatzes durch die Bank von Japan und ein verantwortungsbewußtes Handeln der Gewerkschaften.

In Großbritannien wurden die Absicht der Regierung, innerhalb einer Fünfjahresperiode die Wachstumsrate von Sterling-M3 Jahr für Jahr zu senken, ebenso wie die dafür erforderliche Begrenzung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs zahlenmäßig in einem zusammen mit dem Budget vom März 1980 verkündeten mittelfristigen Finanzplan festgehalten. Die Behörden erwogen auch die Einführung eines Verfahrens zur Steuerung der monetären Basis und trafen im Hinblick darauf institutionelle Vorkehrungen für die Zukunft. In der Folge nahmen sie jedoch nur geringfügige Änderungen an ihren Steuerungsverfahren vor. Mit diesen wurde hauptsächlich bezweckt, die administrative Komponente monetärer Steuerung zu reduzieren und dem Spiel der Marktkräfte etwas mehr Raum bei der Zinsentwicklung zu geben. Im weiteren Verlauf weiteten sich die Sterlingkredite der Banken an den privaten Sektor kräftig aus, weshalb es zur Eindämmung des Wachstums von Sterling-M3 notwendig wurde, den Kreditbedarf des öffentlichen Sektors in erheblichem Maße überzufinanzieren (s. Kapitel III).

In keinem Land reagierten die Inflationserwartungen unverzüglich auf die Ankündigung der Behörden, das Geldmengenwachstum eindämmen zu wollen. Tatsächlich wurden nennenswerte Fortschritte bei der Wiederherstellung der Preisstabilität erst erzielt, als sich die Produktion abgeschwächt hatte und die Wirtschaft sich in einer Rezession befand. Monetäre Disziplin wurde jedoch schließlich mangels maßvollen Lohnverhaltens und wirksamer Maßnahmen zur Lösung des Problems hoher laufender und zukünftiger Haushaltsdefizite als das wichtigste Bollwerk gegen ein Wiederaufflammen der Inflation angesehen. Die Märkte reagierten nach wie vor äußerst empfindlich auf jedes Anzeichen einer nachlassenden Entschlossenheit der Behörden, den restriktiven geldpolitischen Kurs beizubehalten.

Einige Währungsbehörden hatten Mühe, ihre Glaubwürdigkeit zu stärken. So variierte denn auch von Land zu Land der Zeitraum, der nötig war, bis sich der Glaube an die Ernsthaftigkeit der wirtschaftspolitischen Absichten der Behörden gefestigt hatte. In Japan, wo die Inflationsmentalität unmittelbar nach der zweiten

Ölpreiskrise wirksam unter Kontrolle gebracht worden war, kam es bereits 1980 zu einer geldpolitischen Auflockerung. In Deutschland konnte 1981 ein ähnlicher Prozeß in Gang kommen, als sich die Leistungsbilanz zu verbessern begann. In den USA trat indes der entscheidende Wandel erst während des vergangenen Jahres ein, und selbst danach mußte die Geldpolitik weiterhin der allgemeinen Besorgnis über die langfristigen Preisperspektiven Rechnung tragen.

Der Übergang zu größerer Flexibilität. Die tiefe Verwurzelung der Inflationserwartungen erforderte eindeutig Konsequenz und Beharrlichkeit in der Verfolgung der wirtschaftspolitischen Strategien. Gleichzeitig wuchs damit der mit einer langsameren Geldmengenexpansion verbundene wirtschaftliche und finanzielle Druck, der bei geldpolitischen Maßnahmen berücksichtigt werden mußte. Namentlich in den USA war die Erinnerung an frühere Fälle, als die Bildung eines Liquiditätsüberhangs in der Wirtschaft zugelassen worden war, noch lebendig. Allerdings mußten angesichts der starken weltweiten Rezession und der Anzeichen einer national wie international prekären Finanzlage neue Risiken einkalkuliert werden. Wurde die stark ansteigende Liquiditätsnachfrage unter diesen Umständen nicht teilweise befriedigt und wurden keine Zinserleichterungen gewährt, so konnten die deflationären Kräfte weltweit rasch an Dynamik gewinnen. In einigen Ländern mußte zudem die Reaktion der Geldpolitik innerhalb von Rahmenbedingungen formuliert und erklärt werden, die vom Entstehen einer Vielzahl neuer Finanzierungsinstrumente geprägt waren, die die Struktur der gehaltenen Geldbestände grundlegend veränderten.

Zwar sollten die Zielvorgaben vornehmlich die Kontinuität der Stoßrichtung der Geldpolitik sicherstellen, doch war bei ihrer Formulierung – hauptsächlich aus technischen Gründen, aber auch um einen gewissen Spielraum für die Anpassung der monetären Steuerung an sich wandelnde konjunkturelle und/oder äußere Bedingungen zu schaffen – eine gewisse Flexibilität eingebaut. Ein Teil dieser Flexibilität war jedoch verlorengegangen, insbesondere in den USA, wo die Steuerungsverfahren zuvor gestrafft worden waren. Daß Probleme entstehen könnten, darunter von außen oder innen herrührende Störungen im Finanzbereich, war bis zu einem gewissen Grad gesehen worden. Beispielsweise war man sich allgemein einig, daß Bestrebungen in Richtung auf eine Feinsteuerung der Geldmengenaggregate mit stärkeren Zinsschwankungen am Geldmarkt einhergehen könnten. Es ist jedoch sehr unwahrscheinlich, daß irgend jemand das tatsächliche Ausmaß der Zinsbewegungen in den USA vorhersah oder erkannte, wie groß dort der Einfluß der finanziellen Innovationen auf die monetären Gesamtgrößen sein würde. In den meisten anderen Ländern waren zwar die Umstände weniger ungünstig, die Steuerungsverfahren aber auch weniger mechanisch.

Mit zunehmender Anerkennung der grundsätzlich antiinflationären Ausrichtung ihrer Geldpolitik und angesichts weiter sinkender Inflationsraten konnten die Währungsbehörden die Wirtschaftsschwäche in ihren Zielstrategien stärker berücksichtigen. Insbesondere bei der Festsetzung der Geldmengenziele für 1982 sahen die Länder davon ab, ihre in den vorangegangenen Jahren unternommenen Bemühungen um eine Verringerung des monetären Wachstums fortzusetzen, und hoben in

einigen Fällen die Ober- und Untergrenzen der Zielspannen an. Zu Beginn des Jahres 1982 gaben die Deutsche Bundesbank und der Federal Reserve Board zu erkennen, daß sie ein Wachstum der Zielgröße im oberen Bereich der Bandbreite in Aussicht nehmen könnten, und beide Länder behielten sich eine Überprüfung der Zielspannen zur Jahresmitte vor. Die hohe Priorität, die die Behörden in Großbritannien zuvor der Eindämmung des Wachstums von Sterling-M3 eingeräumt hatten, zwang sie, einen deutlichen Kursanstieg des Pfundes hinzunehmen. In seiner Budgetrede vom März 1982 kündigte der Schatzkanzler einen höheren Zielpfad für die Geldmengenausweitung 1982/83 an, als in der ein Jahr zuvor veröffentlichten mittelfristigen Finanzstrategie vorgesehen war. Darüber hinaus verkündete er vor dem Hintergrund wachsender Zweifel an der Indikatorqualität von Sterling-M3 angesichts kräftig zunehmender Bankausleihungen an den privaten Sektor, daß die neue Zielspanne auch für zwei andere Aggregate – M1 und die Privatsektorliquidität (PSL2) – gelten würde. In Zukunft, so erklärte er, würde das monetäre Geschehen auch mehr im Lichte der Entwicklung anderer Finanzvariablen unter Einschluß des Wechselkurses und der Nominal- und Realzinsen interpretiert.

Mehrere Ereignisse prägten im Jahresverlauf 1982 die geldpolitische Entwicklung in den USA. Der Offenmarktausschuß des Federal Reserve System beschloß im März in der Annahme, daß das kräftige Wachstum von M1 in den ersten Monaten des Jahres ein außergewöhnliches Vorsorgeverhalten der Wirtschaft widerspiegeln könnte, kurzfristige Zielabweichungen von M1 mehr im Lichte der Veränderung von M2 zu bewerten. Im Juni vertrat er die Ansicht, daß das Wachstum aller Aggregate über die Obergrenze der Bandbreite hinaus angesichts der unsicheren und turbulenten Marktverhältnisse eine Zeitlang toleriert werden sollte – eine Schlußfolgerung, die der Vorsitzende des Federal Reserve Board dem Kongreß im Juli mitteilte.

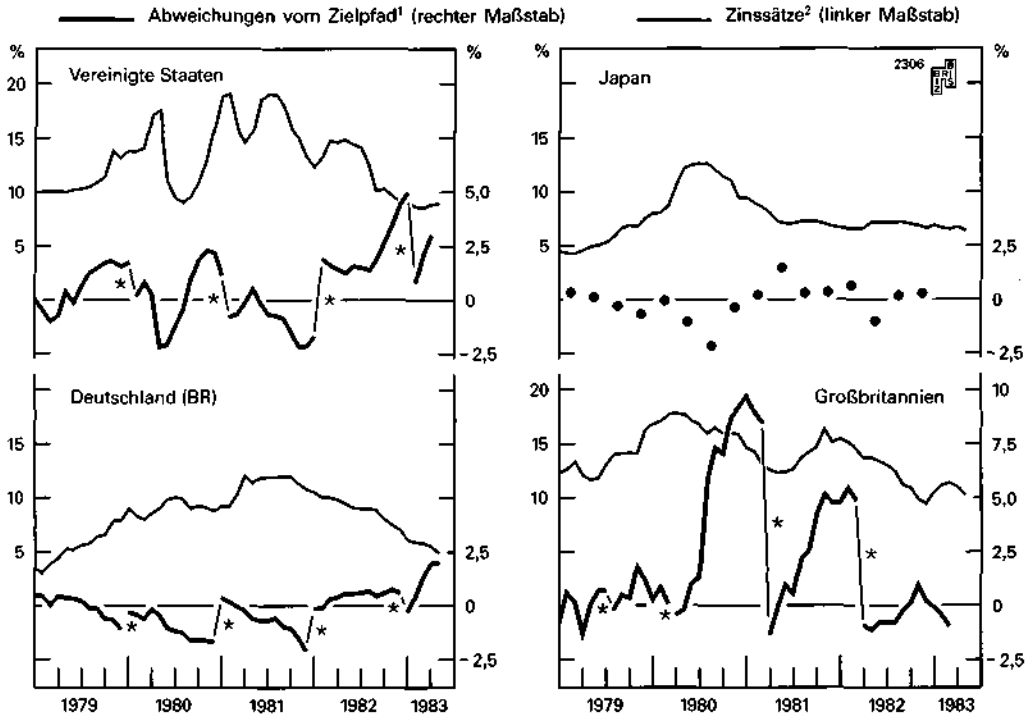
Im Mai und Juni hatten die Schwierigkeiten zweier kleiner Wertpapierhändler den Markt für Staatsanleihen erschüttert. Nach der Jahresmitte kam die Nachricht von der Insolvenz der Penn Square National Bank, der Abilene National Bank und von Lombard Wall, einer Handelsfirma für Staatspapiere. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten Mexikos im Sommer rückten das internationale Kreditengagement der US-Banken in den Blickpunkt – zu einer Zeit, als der Konkurs inländischer Nichtbanken höhere Rückstellungen für Ausfälle bei Inlandskrediten erforderlich machte. Danach zeichnete sich vor dem Hintergrund eines echten zusätzlichen Liquiditätsbedarfs eine weitgehend innovationsbedingte Aufblähung der Geldmengenaggregate ab. Einmal war ungewiß, wie ein hoher Betrag von steuerbegünstigten „all-savers certificates“, die im Jahr davor zur Unterstützung der Sparbanken genehmigt worden waren und im Oktober fällig wurden, umgeschichtet werden würde. Ebenfalls unvorhersehbar war, wie die Sparer auf die neuen Geldmarkteinlagekonten und die „Super NOW“(negotiable order of withdrawal)-Konten reagieren würden, die die Banken ab Dezember 1982 bzw. Januar 1983 ohne Rücksichtnahme auf Zinsobergrenzen anbieten durften. Positiv zu vermerken waren die weitere Inflationsabschwächung und die Tatsache, daß mit dem plötzlichen Zinsrückgang im Juli und August endlich Anzeichen einer Rückbildung der Inflationserwartungen erkennbar wurden.

Vor diesem Hintergrund verkündete der Vorsitzende des Federal Reserve Board im Oktober, daß gegenwärtig keine andere Wahl bliebe, als den Veränderungen von M1 weniger Bedeutung als sonst beizumessen. So wurden denn auch in der Oktobersitzung des Offenmarktausschusses kurzfristige Geldmengenziele nur für die weit definierten Aggregate festgesetzt. Da M1 als einzige Gesamtgröße auf wöchentlicher Basis veröffentlicht worden war, bedeutete dies das Ende der zu intensiven Beschäftigung des Marktes mit der sehr kurzfristigen Entwicklung der Geldbestände. Monatliche Veränderungen wurden ebenfalls mit größerer Vorsicht bewertet.

Von Oktober bis Dezember sank der Satz für Federal funds langsam weiter, und die Federal-Reserve-Banken nahmen den Diskontsatz schrittweise zurück. Da der Zinsrückgang zu einem Zeitpunkt kam, als sämtliche Geldmengengrößen ein die Obergrenze ihrer Zielspannen erheblich übersteigendes Wachstum aufwiesen, bedeutete dies das klare Ende der kurzfristigen Beziehung, die zwischen diesen Variablen in den vorangegangenen drei Jahren bestanden hatte. Seit dem Übergang zur Steuerung der Bankreserven gegen Ende 1979 waren die Zinsen einem starken Druck nach oben ausgesetzt gewesen, wann immer das Wachstum der eng abgegrenzten Geldmenge auch nur geringfügig die Mittellinie der Zielspanne überschritten hatte und mit einem korrigierenden Eingreifen der Währungsbehörden zu rechnen war. In den anderen Ländern, wo nicht versucht worden war, die Expansion der Geldmenge kurzfristig so nah an der Zielvorgabe zu halten, verlief die Entwicklung der Geldmenge und der Zinsen erheblich anders. Gemäß der herkömmlichen Geldnachfragefunktion – aber auch aufgrund anderer interner wie externer Einflüsse – wurden hohe Zinsen gewöhnlich mit einem gemessen an den Vorgaben geringen Geldmengenwachstum in Verbindung gebracht. Eine Ausnahme bildete Großbritannien, wo die 1980 und 1981 bei der Steuerung von Sterling-M3 aufgetretenen Schwierigkeiten teilweise auf den komplexen Einfluß hoher Zinsen auf die Nachfrage nach diesem weit definierten Aggregat zurückzuführen waren. Immerhin waren dort aber die Zinsschwankungen weniger erratisch gewesen als bei den Geldmarktsätzen in den USA.

Die neuen, im Februar für 1983 verkündeten Geldmengenziele in den USA sahen eine Änderung der Bandbreite für M1 und M2 und der Basis für die Messung des Wachstums von M2 vor. Sie waren so konzipiert, daß weiteren Einlagenumschichtungen und einer anhaltenden atypischen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit während der erwarteten wirtschaftlichen Erholung Rechnung getragen wurde. Erstmals wurde auch eine Bandbreite für ein weit abgegrenztes Kreditaggregat (gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren) bekanntgegeben, die angab, welche Vorstellung die amerikanische Notenbank von der Entwicklung dieses Aggregats hat. Für sämtliche Zielgrößen war eine Überprüfung innerhalb von drei Monaten vorgesehen; bis auf weiteres sollte die Betonung weiterhin auf M2 gelegt werden. In den ersten Monaten dieses Jahres lag das Wachstum aller monetären Aggregate oberhalb ihrer Zielspannen. Die Märkte waren zwar sehr viel ruhiger als in der Zeit vor Oktober 1982, reagierten aber gleichwohl empfindlich auf alles, was als Zeichen einer Rückkehr der Notenbank zu einer restriktiveren Steuerung der Bankreserven gedeutet werden konnte.

Abweichungen der Geldmenge von der Zielpfadmitte und Zinssätze



* Neue Zielvorgabe.

¹ USA: M1A-M1B; Deutschland: Zentralbankgeldmenge; Japan: M2 + CDs; Großbritannien: Sterling-M3; Japan: Veränderung gegen Vorjahr in Relation zum offiziellen Projektionswert. ² USA: Satz für Federal funds; Japan: tägliches Geld; Deutschland: Interbank-Tagesgeldsatz; Großbritannien: Dreimonats-Interbanksatz.

In Deutschland und der Schweiz wurden die Geldmengenziele von 1982 unverändert für 1983 beibehalten. In Großbritannien wurde die neue, im März verkündete Zielspanne niedriger als die vorherige gesetzt, doch entsprach dies den Intentionen der ein Jahr zuvor verkündeten mittelfristigen Finanzstrategie. In Frankreich spiegelte sich in der Zielvorgabe für 1983 eine allgemein härtere Wirtschaftspolitik vor dem Hintergrund eines hohen Leistungsbilanzdefizits, das dadurch entstanden war, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrageentwicklung in Frankreich anders als die im Ausland verlief. In Italien, wo 1982 die Zielvorgabe für die gesamte inländische Kreditgewährung aufgrund des weit größer als erwarteten öffentlichen Finanzierungsbedarfs überschritten wurde, wird für 1983 eine deutliche Verlangsamung im Wachstum des umfassenden Kreditaggregats angestrebt.

Die Perspektiven für Zielvorgaben in naher Zukunft. Daß die Anwendung einfacher Regeln für die Geldmengenausweitung nicht genügen würde, um eine gestörte Wirtschaftslage zu stabilisieren, und daß beim Auftreten von Schocks und Turbulenzen womöglich die Regeln selbst anzupassen wären, kam insgesamt gesehen keineswegs unerwartet. Die Geldmengenkonzepte sollten gewöhnlich dem vergleichsweise bescheidenen Zweck dienen, die Ziele der Geldpolitik transparenter zu machen, eine mögliche Tendenz zu verspäteten Leitzinsänderungen zu überwinden sowie sicherzustellen, daß mittelfristigen Stabilisierungsbestrebungen

ausreichend Rechnung getragen würde. Aber auch so stellte sich die Verwirklichung dieser Konzepte mitunter als unerwartet schwierig heraus; zudem sind im vergangenen Jahr die Bedingungen, unter denen sie in die Tat umgesetzt werden mußten, besonders kompliziert geworden.

Im Verlauf der Jahre haben sich bei den Bemühungen um eine Verstetigung der Geldmengenaggregate Schwierigkeiten unterschiedlichster Art eingestellt. Als Folge äußerer Störungen mußten fast alle Länder während des vergangenen Jahrzehnts mit angebotsseitigen Schocks fertig werden, die das Produktionspotential senkten und den Anpassungsprozeß erschwerten. Die Geldnachfrage ist auf kurze Sicht naturgemäß unstetig; in einigen Ländern schwankte sie stark aufgrund veränderter Liquiditätspräferenzen im Inland oder internationaler Verlagerungen der Währungspräferenzen. In einigen, wenn auch keineswegs in allen Ländern, gab es rasche Veränderungen im Zahlungsverkehr und in den Kreditbeziehungen, die teilweise auf administrativen Änderungen und finanziellen Innovationen beruhten. Besonders drückend waren diese Probleme in jüngster Zeit in den USA. Hinzu kommt, daß die mit finanziellen Ungleichgewichten einhergehende Rezession, die zu einer Zeit einsetzte, als die Schlacht an der Inflationsfront erst halb gewonnen war, eine objektive Beurteilung der in dieser Lage erforderlichen Maßnahmen erheblich erschwert hat. Folglich ist die Geldmengensteuerung als solche sehr viel schwieriger geworden.

In einigen Ländern waren die Steuerungsmechanismen ausreichend flexibel, um gezielt auf die meisten eventuell auftretenden Schwierigkeiten reagieren zu können. Zyklische Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit konnten bis zu einem gewissen Grad bei der Ableitung der Zielwerte berücksichtigt werden; Über- oder Unterschreitungen der Ziele in einer Periode konnten in die Basis der nächsten einbezogen werden, und die Basiszeiträume konnten so gewählt werden, daß Verzerrungen ausgeklammert wurden. Kurzfristigen Schwankungen der Geldnachfrage konnte durch die Verwendung von Zielspannen anstelle eines einzelnen Wertes oder dadurch begegnet werden, daß man die Geldmengenentwicklung als Jahres- oder Vierteljahresdurchschnitt maß und sie nur für Zeiträume von mindestens einem Jahr festlegte.

In den Fällen, in denen die bestehenden Verfahren die entstandenen Störungen nicht auffangen konnten, war man im allgemeinen in der Lage, nach geeigneten Änderungen an den Steuerungsmechanismen die Aggregate weiterhin als Zielgrößen oder als Indikatoren für die monetäre Situation zu verwenden. Bei abrupten Veränderungen der Nachfrage nach bestimmten Aggregaten konnte mitunter eine andere Zielgröße als geeigneter erscheinen, oder die Ziele konnten gleichzeitig auf mehrere Aggregate angewendet werden. Meistens erläuterten die Behörden die Gründe für die Änderungen, und die Märkte verstanden diese auch. Erschwert wurde dies dort, wo Entwicklungen, die eine bestimmte Geldmengengröße verzerrt hatten, vermutlich anhalten würden und ein geeignetes Ersatzaggregat nicht gefunden werden konnte. Aufgrund derartiger Begleitumstände hat Kanada im vergangenen Jahr für M1 keine Zielvorgabe mehr verkündet, doch geht die Suche nach einem geeigneteren Aggregat weiter.

Eine Grundüberlegung zugunsten der weiteren Verwendung monetärer Gesamtgrößen als wesentliches Element der Stabilitätspolitik war, daß andere Ansätze noch größere Probleme aufwarfen. Veränderungen des nominalen Bruttosozialprodukts, der umfassenden Kreditaggregate, der Wechselkurse und, über die sehr kurzfristige Entwicklung hinausgehend, der nominalen und realen Zinsen sind sämtlich durch zahlreiche nichtgeldpolitische Faktoren beeinflusst und nicht immer einer Feinsteuerung durch die Zentralbank zugänglich. Höhe und Zusammensetzung der Kreditströme können mit der Zeit ebenso unvorhersehbaren Veränderungen unterliegen wie Umfang und Zusammensetzung der privaten Geldvermögen. Hinzu kommt, daß die Verwendung nominaler und realer Zinssätze als Indikator oder Zwischenziel der Geldpolitik andere wohlbekannte Nachteile hat.

Angesichts dieser Sachlage sind die Währungsbehörden zahlreicher Länder nach wie vor der Ansicht, daß eine mittelfristig auf die Verstetigung der monetären Aggregate zielende Geldpolitik alles in allem das wirksamste stabilitätspolitische Konzept darstellt. In den USA, wo die praktischen Schwierigkeiten bei der Bewertung der Veränderungen bestimmter Geldmengengrößen in jüngster Zeit sehr groß waren, bemüht sich die amerikanische Zentralbank weiterhin hartnäckig um eine Lösung dieser Probleme. In Großbritannien haben verschiedenste Einflüsse mit den Jahren die von der Geldmengenentwicklung ausgehenden Signale verzerrt; gleichwohl bildet eine flexible Handhabung der Geldmengensteuerung unverändert den Kern der mittelfristigen Finanzstrategie der Regierung zur Inflationsbekämpfung. Auch in Deutschland und der Schweiz sind die Behörden nach wie vor der Ansicht, daß nur eine kontinuierliche Geldpolitik, wie sie in der Ableitung von Geldmengenzielen zum Ausdruck kommt, die notwendigen Voraussetzungen für Preisstabilität und ausgeglichenes Wachstum auf mittlere Sicht schaffen kann. In diesen Ländern war das Tempo der finanziellen Innovationen verhalten, die Geldmengensteuerung wurde immer flexibel gehandhabt, und die Behörden haben niemals versucht, kurzfristige Entwicklungen der Geldbestände auf das genaueste zu steuern. In Frankreich dient das Geldmengenziel als Teil des Rahmens für die Konsolidierungsanstrengungen im Bereich der öffentlichen Haushalte, der Einkommen, der Ersparnisbildung und der Kreditgewährung, die für die Wiederherstellung eines internen und externen Wirtschaftsgleichgewichts erforderlich sind.

Zunehmend wurde jedoch erkannt, daß die komplizierten Mechanismen, durch die die Geldpolitik die Wirtschaft beeinflusst, die Wirtschaftspolitiker in vielen Fällen nötigt, eine Reihe anderer finanzieller Indikatoren zu betrachten und zudem die Wirtschaftsentwicklung genauestens zu verfolgen. Die Hoffnung ist nicht unberechtigt, daß solche Verfahrensweisen, die Elemente von Kontinuität und Flexibilität enthalten, sich als geeignet erweisen werden, die Inflation im Griff zu behalten und die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen. Langfristig dürfte diese Eignung sich jedoch nur dann bestätigen, wenn kurzfristig einer flexiblen Handhabung der Geldpolitik mehr Raum gegeben wird.

Zins- und Wechselkursziele in der Geldpolitik

Der allgemeine Rahmen. Während die durch die Geldmengenpolitik aufgeworfenen Fragen umfassend erörtert worden sind, wird häufig übersehen, in

welchem Ausmaß in den letzten Jahren die Zinspolitik der Industrieländer auf Wechselkursziele ausgerichtet wurde. Eine Reihe von Ländern paßten ihre geldmarktorientierte Politik angesichts der zweiten Ölkrise und des nachfolgenden steilen Kursanstiegs des Dollars hauptsächlich in dem Bestreben an, einem Abwertungsdruck auf ihre Währungen an den Devisenmärkten zu begegnen. Der wesentliche Grund hierfür lag in dem geschärften Bewußtsein für die Folgen der Offenheit ihrer Volkswirtschaften und der Starrheit ihres inländischen Lohnfindungsverfahrens – ob dies nun durch eine formelle Indexierungsvereinbarung charakterisiert war oder nicht. Das Zusammenwirken beider Faktoren setzte sie der Gefahr aus, daß eine zu weit gehende Abwertung ihrer Währungen weder die Wettbewerbsfähigkeit noch die Beschäftigung begünstigen würde, sondern vielmehr im Inland eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzte, die die Geldpolitik letztlich zu alimentieren hätte.

Wechselkursnormen müssen weder formell noch bindend sein. In einer Welt, in der die wichtigsten Währungen frei gegeneinander schwanken, hielten es viele Länder für angezeigt, sich lediglich darauf zu beschränken, einen zu schnellen Rückgang des gewogenen Außenwerts ihrer Währung möglichst zu bremsen. Im Falle einiger europäischer Länder wurden die Ziele allerdings bekanntlich sehr viel stärker konkretisiert, als sie im Hinblick auf ihre enge politische und wirtschaftliche Verflechtung das Europäische Währungssystem zu errichten beschlossen. Von diesem Zusammenschluß erhoffte man sich vielfache Ergebnisse, unter denen die Inflationskontrolle sehr große Bedeutung hatte. In einigen der betreffenden Länder dienten denn auch die Wechselkursregeln als Hauptpfeiler der Preisstabilisierung – und auch der Geldpolitik.

Die Stabilisierung bilateraler Wechselkurse als Nahziel der Geldpolitik kann für Länder mit einem großen und relativ stabilen Nachbarland eine erstrebenswerte Option sein. So konnten einige europäische Länder, indem sie ihre Währung gegenüber der D-Mark zu stabilisieren suchten, die dämpfende Wirkung der relativ niedrigen Inflationsrate in Deutschland auf die tendenziell hohen Preissteigerungsraten im Inland ausnutzen. Womöglich haben sie auch gehofft, daß ihr Wechselkursengagement bei Lohnverhandlungen und Preisfindung in Rechnung gestellt würde.

Wechselkursorientierte Politik während der Zeit steigender Zinsen. Angesichts der starken Zinsschwankungen in den USA waren die Zentralbanken anderer wichtiger Länder ständig bestrebt, die Schwankungen ihrer eigenen Geldmarktsätze zu begrenzen. Gleichzeitig widersetzten sie sich bei ihren Devisenmarktoperationen der allgemeinen Tendenz. Der nebenstehenden Grafik ist zu entnehmen, daß die Differenz zwischen den Geldmarktsätzen in den USA und namentlich jenen in Japan, Deutschland und der Schweiz in der Zeit von Ende 1979 bis zur Jahresmitte 1981 starken Veränderungen unterworfen war, wobei die Bewegungen weitgehend die Pendelausschläge der US-Zinsen widerspiegeln. Da es denkbar war, daß sich die aufeinanderfolgenden kräftigen Zinssteigerungen in den USA bald umkehren würden, waren andernorts die Währungsbehörden zunächst bestrebt, den Zinsanstieg auf ihren eigenen Märkten zu begrenzen; damit aber nahmen sie hohe Netto-devisenabflüsse in Kauf, um den Kursrückgang ihrer Währung zu bremsen. Sie waren jedoch bereit, einen Anstieg der inländischen Geldmarktsätze insoweit mitzutragen, als dies für die Inflationseindämmung im Inland notwendig erschien und, im Falle

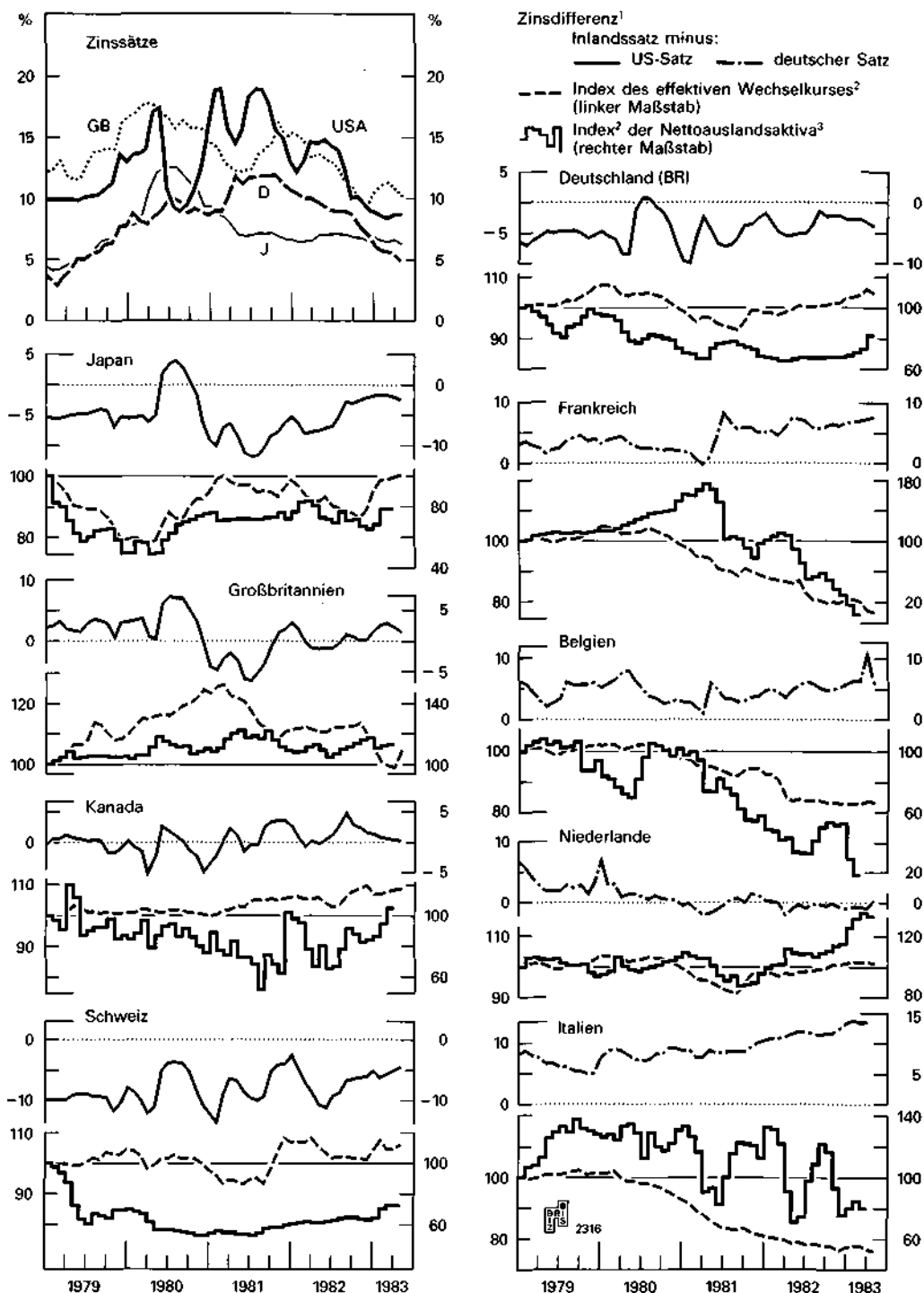
Deutschlands, hilfreich war, um die fundamentalen Ungleichgewichte der Leistungsbilanz abzubauen.

In Deutschland führte diese Strategie zu einem ziemlich stabilen Zinsverhalten, an dem sich andere Länder bei der Festlegung ihrer eigenen Geldmarktsätze orientieren konnten. In dem Bestreben, ihre Wechselkursziele einzuhalten, stützten sich viele andere europäische Länder, wenn sie auch gelegentlich in beträchtlichem Umfang an den Devisenmärkten intervenierten, hauptsächlich auf die Geldmarktzinsen beeinflussende Maßnahmen – mancherorts flankiert durch Devisenkontrollen.

Mit dieser Strategie schlugen einige europäische Länder in der Tat einen Mittelweg ein. Sie verhinderten dadurch kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses ihrer Währungen gegenüber jenen ihrer wichtigsten Handelspartner, wenn auch nicht gegenüber dem Dollar, und konnten gleichzeitig ihre Zinsen stabiler als die amerikanischen Sätze halten. Hingegen waren die Inflationsraten in Europa weiterhin breit gestreut; zudem mußten jene Länder, deren Währungen am Markt als abwertungsverdächtig galten, ihre Geldmarktzinsen die meiste Zeit über auf einem relativ hohen Niveau belassen und sie immer dann, wenn ein Wechselkursrealignment unaufschiebbar schien, noch weiter hinaufdrücken. Mittelverlagerungen in den und aus dem Dollar wirkten sich am direktesten auf Deutschland und die Schweiz aus; soweit jedoch Kursrelationen zwischen europäischen Währungen unter Druck kamen, mußten auch andere Länder sie in ihrer Zinspolitik berücksichtigen. Die relative Stabilität der Zinsen in einigen europäischen Ländern und der Wechselkurse innerhalb Europas konnte nur unter Inkaufnahme starker Wechselkursschwankungen gegenüber dem Dollar erreicht werden; die daraus resultierenden inflationären Folgen reichten über die relative Bedeutung der Handelsbeziehungen zu den USA hinaus, da die Weltmarktpreise vieler wichtiger Rohstoffe, darunter Öl, auf Dollar lauten. Auch in Kanada wurde mit der Anpassung der Geldmarktsätze zur Begrenzung der Kursausschläge der heimischen Währung gegenüber dem US-Dollar ein Mittelweg gewählt, obwohl dies gleichbedeutend war mit einer deutlichen realen Aufwertung im Vergleich zu anderen Währungen.

Wenn auch die Verfolgung ihrer Ziele auf den Devisenmärkten mitunter ein starkes Anheben der Geldmarktsätze erforderte, wahrten gleichwohl die Zentralbanken der meisten europäischen Länder weitgehend ihren Einfluß auf die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen. Zudem suchten sie, durch ein Hinführen der Geldmarktsätze auf ein höheres Niveau, den Einfluß steigender Zinsen auf die heimische Wirtschaft allgemein zu dämpfen. Unter Verzicht auf Änderungen des Diskont- und Lombardsatzes, die als Signal für die Anpassung der Kreditkosten der Unternehmen und Privaten hätten dienen können, ergriffen sie Maßnahmen, um den Zugang der Banken zu diesen herkömmlichen Formen des Zentralbankkredits zu beschränken. Der verbleibende Liquiditätsbedarf der Banken konnte dann durch Sonderfazilitäten und Offenmarktgeschäfte zu Sätzen gedeckt werden, die bei Bedarf recht beweglich gehalten werden konnten und einen nur begrenzten Einfluß auf die Zinsfindung in anderen Marktbereichen hatten. In Deutschland wurde im Februar 1981 anstelle des Normallombards ein Sonderlombardkredit eingeführt; der Zinssatz für diese Fazilität diente dem Tagesgeldsatz nahezu während der gesamten

Differenzen kurzfristiger Zinsen, Wechselkurse und Nettoauslandsaktiva der Zentralbanken



¹ Auf der Basis von Monatsdurchschnitten der Sätze für tägliches Geld oder Tagesgeld, mit Ausnahme Belgiens und der Schweiz (Einmonatsgeld) und Großbritanniens (Dreimonatsgeld), Belgien und Schweiz: Eurogeldmarktsätze; übrige Länder: inländische Geldmarktsätze. ² Dezember 1978 = 100. ³ Kumulierte Veränderung auf der Basis von Transaktionswerten in Landeswährung, im Falle Deutschlands und der Schweiz ohne Swap- und Devisenpensionsgeschäfte mit inländischen Banken; Großbritannien und Kanada: offizielle Reserven. Frankreich: halbiertes Maßstab.

anschließenden Hochzinsphase als Orientierungspunkt. In Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Italien machten die Zentralbanken ausgiebigen Gebrauch von Devisenswaps, Wertpapierpensionsgeschäften und Sonderkrediten zu marktnahen Zinsen. In Frankreich und Belgien wurden 1980 und 1981 andere die Bankenliquidität anreichernde Maßnahmen zu Zinssätzen eingeführt, die veränderten Devisenmarktbedingungen rasch angepasst werden konnten. Einige dieser Länder verwendeten auch administrative zinsrelevante Maßnahmen, um die Kredit- und Einlagenzinsen gegenüber Geldmarkteinflüssen abzuschirmen. Zu erwähnen ist noch, daß in einer Reihe von Ländern vor allem Kreditplafonds für die Beschränkung der Inlandskredite sorgten.

Zinspolitisches Reagieren im Umfeld rückläufiger Inflationsraten. Sobald die Inflationswelle abebbte, konnte die Geldpolitik in den europäischen Ländern und in Japan damit beginnen, einen Zinsrückgang einzuleiten.

Wie die vorstehende Grafik zeigt, bestand zwischen der Phase fallender Zinsen und jener des vorangegangenen Anstiegs ein gewisses asymmetrisches Verhältnis. Zum einen flachten die Pendelausschläge der Zinsdifferenzen zwischen dem US-Geldmarkt und dem der meisten anderen Länder nach der Jahresmitte 1981 deutlich ab. Zum andern verlief der – vor dem Hintergrund verbesserter Leistungspositionen – 1980 in Japan und 1981/82 in Deutschland und der Schweiz stattfindende Zinsrückgang relativ gleichmäßig. Im weiteren Verlauf veränderten sich die Nettoauslandsaktiva der Zentralbanken dieser Länder nur wenig, ihre Währungen festigten sich kontinuierlich, und die Differenz zwischen den kurzfristigen Nominalzinsen an diesen Plätzen und den Geldmarktsätzen in den USA schrumpfte allmählich.

In Deutschland war der Zinsrückgang am Geldmarkt von offiziellen Geldmarktoperationen begleitet, die behutsam den Verhältnissen am Devisenmarkt angepaßt wurden. Dieses Vorgehen wurde in den einzelnen Stadien durch Senkungen des Diskont- und des Lombardsatzes untermauert. In dieser Zeit wurden auch in den Niederlanden und der Schweiz die Zinsen für Zentralbankkredite schrittweise und in enger zeitlicher Abstimmung mit den Maßnahmen in Deutschland gesenkt. Anders verlief die Entwicklung jedoch in den europäischen Ländern mit schwächerer Außenwirtschaftsposition. In Frankreich und Belgien mußte der Zinssenkungsprozeß zeitweise unterbrochen werden, während in Italien die Geldmarktsätze auf einem sehr hohen Niveau gehalten wurden. Die relativ schwache Außenwirtschaftsposition dieser Länder spiegelte sich deutlich in der Veränderung der Nettoauslandsaktiva ihrer Zentralbanken und im Rückgang des effektiven Wechselkurses ihrer Währungen wider. In Großbritannien waren die Behörden im vergangenen Jahr durchaus bereit, einen Kursrückgang des Pfundes in Anbetracht dessen vorheriger Stärke in Grenzen hinzunehmen, doch wurde die Zinspolitik so geändert, daß Umfang und Tempo der Anpassung moderat waren.

Nach den Fortschritten beim Abbau der binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sahen sich einige Länder im letzten Jahr in der Lage, auf einen substantiellen Rückgang der Zinsen hinzuwirken, ohne an den Devisenmärkten das Risiko eines Abwertungsdrucks auf ihre Währung eingehen zu müssen. Die Dollarölpreise hatten zu sinken begonnen, und bei einigen Ländern, darunter Deutschland, waren die Kurseinbußen ihrer Währung gegenüber dem Dollar nunmehr

insofern weniger besorgniserregend, als deren Einfluß auf den effektiven Wechselkurs durch eine Höherbewertung gegenüber anderen Währungen ausgeglichen wurde.

Welchen Spielraum hat die Geldpolitik?

Im letzten Jahr wurden erhebliche Fortschritte bei der Preisstabilisierung erzielt, und in einigen Ländern waren erste Anzeichen einer Nachfragebelebung zu erkennen. Unter der Voraussetzung weiterer Fortschritte bei der Dämpfung der Inflationserwartungen besteht nunmehr vielfach der Wunsch nach einer baldigen Produktionserholung, die stark genug ist, um die finanziellen Anspannungen zu mildern und die Arbeitslosigkeit deutlich zu senken. Der Rückgang der Nominalzinsen bislang war hierfür sehr hilfreich, doch blieben die realen Zinsen noch sehr hoch. Es ist nur schwer vorstellbar, wie ein ausgewogener und nachhaltiger Produktionsanstieg in Gang kommen kann, wenn die Realzinsen auf ihrem gegenwärtigen Niveau verharren.

Unter diesen Bedingungen ist die Geldpolitik äußerst schwierig geworden. Das Problem besteht nicht mehr allein darin, die Inflation zu bekämpfen, obgleich auch die hier erzielten Fortschritte noch nicht konsolidiert sind. Die Rezession, eine labile Finanzlage und vielleicht auch die sich anbahnende wirtschaftliche Erholung haben die Nachfrage nach Liquidität anschwellen lassen, doch fällt es keineswegs leicht, abzuschätzen, inwieweit diese Nachfrage alimentiert werden kann, ohne das Risiko eines Wiedererstarkens der Inflation einzugehen. Besonders augenfällig war die Unsicherheit in den USA, wo die Realzinsen sehr hoch waren und dennoch sämtliche Geldmengenaggregate Anfang 1983 weit über die Obergrenze der Bandbreite hinaus zu wachsen begannen. In einigen anderen Ländern, wo die Finanzpolitik einen größeren Teil der Stabilisierungslast trägt, verfügen die Währungsbehörden über mehr Spielraum.

Mit dem Rückgang der Inflation ist die Geldpolitik in vielen Ländern bereits akkommodierender geworden. Dies ist teilweise auf die Praxis zurückzuführen, die monetären Ziele als Nominalgrößen festzulegen, teilweise aber auch Ausdruck der zunehmenden Tendenz zu einer Bewertung der Geldmengenentwicklung aus umfassender Sicht und der Neigung, den durch die gebesserte Außenwirtschaftsposition eröffneten Spielraum voll für Zinssenkungen auszunutzen. Der Rückgang der Realzinsen, besonders der langfristigen, hängt nunmehr insbesondere in den USA von einer Eindämmung der Kreditnachfrage des öffentlichen Sektors ab. In einigen Ländern müssen die Wachstumsraten der Löhne und Preise noch weiter heruntergedrückt werden; dies gilt vor allem dann, wenn der Rückgang der Inflationsraten erst in jüngster Vergangenheit stattfand und noch konsolidiert werden muß. Nahezu überall ist die beschleunigte Inflation noch in frischer Erinnerung, und die Öffentlichkeit ist sich der Gefahr eines erneuten Inflationsauftriebs im Zuge der zunehmenden Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bewußt. Die Geldpolitik hat in der Vergangenheit übermäßige Liquiditätsanhäufungen namentlich in Zeiten einer Rezession oder beginnenden Aufschwungphase akkommodiert, wobei die Inflationsraten in jedem darauffolgenden Zyklus an frühere Höchststände fast her-

ankamen oder sie sogar überstiegen. Die Chancen, diesmal einen Durchbruch zu schaffen, werden von den Märkten danach beurteilt, ob der monetäre Rahmen stabil gehalten werden kann.

Das starke Vertrauen auf die Geldpolitik spiegelt zum großen Teil auch die Nebenbedingungen und Einschränkungen wider, denen sie unterworfen war. Die Bestrebungen, die Einkommen unter anderem durch Änderungen der Indexierungsklauseln zu begrenzen, haben in einigen Ländern zum Abbau des Inflationssockels beigetragen. Jedoch scheint die in jüngster Zeit moderate Entwicklung bei Löhnen und Preisen eher auf den ungewöhnlich niedrigen Auslastungsgrad von Arbeit und Kapital zurückzuführen zu sein, weshalb die Frage berechtigt ist, ob sie im weiteren Verlauf der konjunkturellen Erholung anhalten wird. Hinzu kommt, daß zwar die öffentlichen Haushaltsdefizite in einigen Ländern zurückgegangen sind, aber in anderen – nicht zuletzt in den USA – nach wie vor hoch sind. Trotz fortgesetzter Bemühungen um einen Abbau des Defizits weckt der hohe zukünftige öffentliche Finanzierungsbedarf nach wie vor Inflationsängste und Befürchtungen von Anspannungen an den Kapitalmärkten. Als letztes ist anzumerken, daß die Realzinsen noch immer in Zusammenhang mit Ungleichgewichten im privaten Sektor, die vor allem von der notwendigen Konsolidierung der kurzfristigen Verschuldung der Unternehmen herrühren, unter Druck stehen.

Einige dieser Hemmnisse finden sich ausschließlich in den USA oder sind dort besonders stark ausgeprägt, andere sind vielen Ländern gemeinsam. Die Handlungsalternativen andernorts werden nach wie vor weitgehend von der Entwicklung in den USA beeinflusst. Die verbesserte außenwirtschaftliche Position in anderen Ländern hat jedoch in unterschiedlichem Ausmaß die außenwirtschaftlichen Einflüsse auf deren Geldpolitik reduziert. Allerdings ist der vorhandene Spielraum noch begrenzt. Den Ländern bleibt nur, den ihnen gegebenen Spielraum optimal für eine geldpolitische Auflockerung zu nutzen und den Erholungsprozeß nachhaltig zu unterstützen.

V. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Schwerpunkte

Dieses Kapitel behandelt zwei Hauptthemen: die Interdependenz der Leistungsbilanzsalden der entwickelten und der Entwicklungsländer in den letzten Jahren und die Zahlungsbilanzveränderungen im Jahr 1982 sowohl in der Leistungsbilanz als auch der Kapitalbilanz in den Ländern der Zehnergruppe (einschließlich der Schweiz).

Im Jahr 1982, zwei Jahre nach dem zweiten Ölschock, gestalteten sich die gesamten Leistungsbilanzen in gewisser Hinsicht ganz anders, als es in der entsprechenden Phase nach den Ölpreissteigerungen 1973 der Fall gewesen war. Insbesondere war das Zusammenschmelzen der OPEC-Überschüsse aus den zweiten Ölpreissteigerungen weder von einem Wiederentstehen des traditionellen gesamten Überschusses der Zehnergruppenländer noch von einem ausgeprägten Rückgang der gesamten Defizite der übrigen entwickelten Länder und der Entwicklungsländer (ohne OPEC) begleitet. Dies war teilweise auf ein sehr starkes Anwachsen des Mehrbetrags der weltweiten Leistungsbilanzdefizite gegenüber den Leistungsbilanzüberschüssen auf über \$ 100 Mrd. im vergangenen Jahr und teilweise auf die langanhaltende Rezession in den großen Industrieländern im Anschluß an deren weit verbreitetes Umschwenken auf eine konsequente Antiinflationpolitik ab 1979 zurückzuführen.

Diese Politik, deren Kern die Geldpolitik war, die vor allem in den USA zu einem beispiellosen Anstieg der Zinssätze beitrug, hatte in zweifacher Hinsicht ungünstige Auswirkungen auf die Leistungsbilanzen der übrigen Nicht-OPEC-Länder: durch die Abschwächung der Nachfrage nach ihren Exporten und durch die Erhöhung der Schuldendienstbelastung aus den Auslandsverbindlichkeiten. Die außenwirtschaftlichen Beschränkungen dieser Länder, vor allem der Entwicklungsländer, erreichten ein derartiges Ausmaß, daß sie selbst restriktive Maßnahmen einleiteten, die die Rezessionskräfte in den Industrieländern verstärkten und den Welthandel im Jahr 1982 weiter schrumpfen ließen. Gleichzeitig steht jedoch fest, daß, selbst wenn das weltwirtschaftliche Umfeld in den vergangenen Jahren günstiger gewesen wäre, die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer im Jahr 1982 nicht länger ihre Wirtschaften und ihre Importe in dem Tempo hätten steigern können, das Ende der siebziger Jahre vorherrschte.

Was die Zahlungsbilanzentwicklung der Länder der Zehnergruppe betrifft, so gab es von 1981 auf 1982 wenig Änderungen ihres gesamten Leistungsbilanzsaldos, aber einige wichtige Verlagerungen der Positionen einzelner Länder. Die größte Veränderung gab es in den USA, wo teilweise unter dem Einfluß besonders schwacher Exportmärkte in der westlichen Hemisphäre die Leistungsbilanz im zweiten

Halbjahr in ein beträchtliches Defizit glitt. Auch die Leistungsbilanz Frankreichs verschlechterte sich infolge des relativ starken Wachstums der inländischen Nachfrage im Jahr 1982 deutlich, während sich die der meisten anderen Zehnergruppenländer verbesserte, wobei vor allem in Deutschland und Kanada wieder ein Überschuß entstand.

Bei den Kapitalbilanzen gab es im vergangenen Jahr in den Ländern der Zehnergruppe drei Hauptentwicklungen. Erstens fungierten die USA wiederum als der wichtigste Vermittler von Ersparnissen und Investitionen der Welt, mit weiterhin umfangreichen Kapitalexporten über Banken und noch größeren Zuflüssen von privaten Nichtbankmitteln, von denen ein großer Teil statistisch nicht erfaßt war. Zweitens fanden beträchtliche Nettokapitalabflüsse über die privaten Nichtbanken in Japan, Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Großbritannien statt, in Ländern also, die alle eher günstige Leistungsbilanzpositionen aufwiesen. Drittens gab es umfangreiche offizielle oder offiziell veranlaßte Auslandskreditaufnahmen und in einigen Fällen, in vier Ländern der Zehnergruppe mit Leistungsbilanzdefiziten – Belgien, Frankreich, Italien und Schweden –, Reserveentnahmen zur Abdeckung der außenwirtschaftlichen Finanzierungserfordernisse.

Welthandel

Das Volumen des Welthandels, das im Jahr 1981 kaum gestiegen war, nahm im vergangenen Jahr um etwa 2% ab, der erste Rückgang seit 1975, als es um 3½% gesunken war. Da die durchschnittlichen Welthandelspreise um 4½% sanken, fiel der in Dollar gerechnete Welthandel um 6½% auf einen Gesamtwert von weniger

Welthandel 1980–82

Gebiet ¹	Position	Jährliche und halbjährliche Prozentveränderungen der Volumen und Terms of trade					Wert ² (Mrd. US-\$)
		1980	1981	1982				1982
				Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Länder der Zehnergruppe	Exporte	4,0	2,5	- 2,0	- 1,0	- 4,5	1040
	Importe	- 2,0	- 3,0	- 1,0	- 1,0	- 3,5	1080
	Terms of trade	- 7,5	- 2,0	2,5	2,5	- 0,5	
Sonstige entwickelte Länder	Exporte	2,5	1,0	0,5	0,0	- 0,5	165
	Importe	4,0	0,5	0,5	0,0	- 3,0	210
	Terms of trade	- 4,0	- 3,5	0,5	1,0	- 1,0	
OPEC-Länder	Exporte	-16,0	-18,0	-14,5	- 9,5	- 1,0	220
	Importe	21,5	22,5	5,0	4,0	- 7,0	160
	Terms of trade	51,0	16,0	- 2,0	- 3,5	2,0	
Entwicklungs- länder (ohne OPEC)	Exporte	8,5	7,0	0,5	0,5	- 1,0	235
	Importe	5,0	2,0	- 6,5	- 3,0	- 5,5	275
	Terms of trade	- 7,0	- 5,5	- 3,0	- 3,0	- 2,5	
Welt	Handel ³	1,5	0,5	- 2,0	- 1,0	- 3,5	1875 ⁴
	Durchschnitts- wert in US-Dollar ³	23,0	- 1,5	- 4,5	- 0,5	- 3,5	

¹ Für die Länderzusammensetzung s. Tabelle auf S. 98.
schließlich des Handels der Staatshandelsländer.

² Exporte fob, Importe cif.

³ Ohne Staatshandelsländer.

⁴ Ein-

Quellen: GATT, IWF, OECD und eigene Schätzungen.

als \$ 1 900 Mrd. Hauptsächlich für diese Entwicklung waren die weltweite Rezession und die starke Einschränkung der Importe seitens einer Reihe von Entwicklungsländern mit gefährdeten Zahlungsbilanzpositionen.

Vorläufige Schätzungen deuten darauf hin, daß im Jahr 1982 nur der Handel mit landwirtschaftlichen Produkten volumenmäßig um 1% zunahm, während der Handel mit industriellen Rohstoffen (einschließlich Erdöl) und gewerblichen Erzeugnissen um 7 bzw. 1% zurückging. Das schlechte Abschneiden der landwirtschaftlichen und der industriellen Rohstoffe war vor allem auf die schwache Nachfrage in den Industrieländern zurückzuführen, während der Rückgang des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen hauptsächlich auf eine auf 8% geschätzte Abnahme der Importe dieser Güter durch die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer zurückgeführt werden muß. Die US-Dollar-Preise der Vorprodukte (ohne Erdöl) gingen um 12% und damit fast so stark wie 1981 zurück, während die Ölpreise erstmals seit dem zweiten Ölschock sanken, und zwar um etwa 5%. Die Preise der gewerblichen Erzeugnisse hielten sich vergleichsweise gut und gingen nur um 2% und damit wesentlich weniger als 1981 (-5%) zurück. Folglich verzeichnete sowohl die Zehnergruppe als auch die übrigen entwickelten Länder Terms-of-trade-Verbesserungen von 2½ bzw. ½%. Im Gegensatz dazu verschlechterten sich die relativen Handelspreise für die anderen beiden Gruppen – im Fall der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer im fünften aufeinanderfolgenden Jahr.

Nach Ländergruppen betrachtet entgingen die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer einem Rückgang des Volumens ihrer Exporte im vergangenen Jahr, wenngleich der Zuwachs von ½% besonders im Fall der letzteren Gruppe wesentlich geringer als in früheren Jahren ausfiel. Die zwei anderen Gruppen verzeichneten rückläufige Exportvolumen, insbesondere die OPEC-Länder, wo unter dem Einfluß von Weltrezession und Wettbewerb anderer Ölanbieter die realen Exporte um 14½% absackten. Im Gegensatz dazu waren es auf der Importseite nur die OPEC-Länder, die den Welthandel einigermaßen stützten. Die Abnahme des Welthandelsvolumens wurde im Jahresverlauf deutlicher und belief sich im zweiten Halbjahr auf 3½%, verglichen mit 1% im ersten. Auf der Importseite waren alle Ländergruppen betroffen; die gleichzeitige Verringerung der Exportvolumen war jedoch stark auf die entwickelten Länder konzentriert.

Der Ursprung der Behinderung des Welthandels, der 1981 auf die Länder der Zehnergruppe konzentriert war, griff im vergangenen Jahr auf die Entwicklungsländer über. Im Jahr 1981, als das Wachstum des Welthandels praktisch zum Stillstand gekommen war, war die Verringerung der realen Importe der Zehnergruppenländer noch weitgehend durch die Zunahme der Importnachfrage der restlichen Welt ausgeglichen worden. Im gesamten Jahr 1982 ging die Importnachfrage der Zehnergruppenländer langsamer zurück, aber die Importaufnahme der Entwicklungsländer war wesentlich schwächer als 1981. Wie im nächsten Abschnitt dargestellt wird, hatte die Ausweitung von Importkürzungen, die im zweiten Halbjahr 1982 alle in der obigen Tabelle ausgewiesenen Ländergruppen erfaßte, ihre Ursache im Einsetzen der Rezession in den großen Industrieländern nach dem zweiten Ölschock. Als diese rezessiven Kräfte über die Zahlungsbilanzen auf die Entwick-

lungsländer übertragen wurden, lösten sie einen Teufelskreis dergestalt aus, daß geringere Importe in eine Ländergruppe zu Importkürzungen bei anderen Gruppen beitrugen.

Entwicklung der Leistungsbilanzen insgesamt und globale Interdependenz

Zwei Merkmale beherrschten 1982 die gemeinsamen Leistungsbilanzpositionen der wichtigsten Ländergruppen: das Verschwinden des OPEC-Überschusses, der nach einem Höchstbetrag von \$ 114 Mrd. vor nur zwei Jahren einem Defizit von \$ 3 Mrd. im Jahr 1982 wich, und die Tatsache, daß es relativ wenig Veränderung in Richtung auf eine größere Ausgeglichenheit bei den anderen Hauptländergruppen gab. Mit Ausnahme der Staatshandelsländer, die sich von einem Gesamtdefizit von \$ 5 Mrd. im Jahr 1981 zu einem Überschuß von \$ 3 Mrd. bewegten, verblieben alle Oleinfuhrländer im Defizit. Das zusammengefaßte Defizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer einerseits und der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe andererseits lag mit \$ 67 bzw. 30 Mrd. zwar unter dem Niveau von 1981, war aber noch immer umfangreich, während die Zehnergruppenländer eine Ausweitung ihres Defizits um \$ 3 auf 6 Mrd. verzeichneten. Folglich wies die negative Summe aller Leistungsbilanzsalden, die als Diskrepanz im globalen Leistungsbilanzgefüge bekannt wurde, im Jahr 1982 einen beispiellosen Anstieg von \$ 47 Mrd. auf.

Ursprünge und Auswirkungen der Lücke im weltweiten Leistungsbilanzgefüge. Die starke Ausweitung der Diskrepanz der Weltleistungsbilanz im Jahr 1982 auf über \$ 100 Mrd., was nahezu dem statistisch ausgewiesenen OPEC-Überschuß auf seinem Höhepunkt von 1980 entspricht, erschwert die Analyse der Veränderungen der globalen Verteilung der Leistungsbilanzsalden sehr und stellt die Gültigkeit der verzeichneten Positionen einzelner Ländergruppen in Frage. Überdies können zu hoch ausgewiesene Defizite und zu niedrig wiedergegebene Überschüsse insoweit, als die statistisch nachgewiesenen Leistungsbilanzsalden die Wirtschaftspolitik einzelner Länder beeinflussen, zu Maßnahmen führen, die restriktiver sind, als es sonst der Fall gewesen wäre.

Während die Summe aller Leistungsbilanzsalden theoretisch Null sein müßte, da jede Leistungsbilanztransaktion von den zwei beteiligten Ländern gleichzeitig, aber mit entgegengesetzten Vorzeichen erfaßt werden sollte, war dies in der Praxis nie der Fall. Die Diskrepanz kann hauptsächlich auf Berichtslücken sowie die definitorisch und zeitlich unterschiedliche Erfassung vor allem bei den Dienstleistungen und Übertragungen zurückgeführt werden, die für die Welt insgesamt kräftig wachsende Defizite aufwies: Hatte im Jahr 1972 die negative Diskrepanz der Dienstleistungsbilanz \$ 11 Mrd. betragen, so ist sie 1981 auf \$ 78 Mrd. und im vergangenen Jahr um weitere \$ 19 Mrd. gestiegen. Hierin spiegelte sich teilweise das Wachstum der unsichtbaren Leistungen wider, vor allem das rasche Ansteigen solcher Komponenten wie Kapitalerträge und Transportkosten, die besonders anfällig für Erfassungsungenauigkeiten sind. Die zweite Ursache für das Nichtübereinstimmen der Weltleistungsbilanzen kann im Saldo der Welthandelsbilanz gefunden werden und ist vor allem der Tatsache zuzuschreiben, daß Exporte früher als die entsprechenden Importe erfaßt werden. Aus diesem Grund schwankt die Diskrepanz der

Leistungsbilanzsalden 1980-82¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
Milliarden US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	- 5,3	- 4,8	- 4,0	0,4	0,6	1,0	- 4,9	- 4,2	- 3,0
Deutschland (BR)	8,1	15,7	24,2	-23,8	-22,2	-21,0	-15,7	- 6,5	3,2
Frankreich	-13,4	-10,0	-15,8	9,2	5,2	3,8	- 4,2	- 4,8	-12,0
Großbritannien	2,9	6,3	3,8	3,9	6,3	3,0	6,8	12,6	6,8
Italien	-16,4	-10,6	- 7,9	6,7	2,5	2,4	- 9,7	- 8,1	- 5,5
Japan	2,1	20,0	18,1	-12,9	-15,2	-11,2	-10,8	4,8	6,9
Kanada	7,6	6,4	14,7	- 8,5	-10,9	-12,6	- 0,9	- 4,5	2,1
Niederlande	- 1,4	3,9	3,9	- 1,6	- 1,0	- 0,5	- 3,0	2,9	3,4
Schweden	- 0,4	1,6	1,1	- 4,0	- 4,4	- 4,5	- 4,4	- 2,8	- 3,4
Schweiz	- 5,9	- 2,6	- 1,5	5,4	5,2	4,9	- 0,5	2,6	3,4
USA	-25,3	-27,9	-36,3	26,8	32,4	28,2	1,5	4,5	- 8,1
<i>Zehnergruppe insgesamt</i>	<i>-47,4</i>	<i>- 2,0</i>	<i>0,3</i>	<i>1,6</i>	<i>- 1,5</i>	<i>- 6,5</i>	<i>-45,8</i>	<i>- 3,5</i>	<i>- 6,2</i>
Australien	1,5	- 2,4	- 2,6	- 5,5	- 5,9	- 6,0	- 4,0	- 8,3	- 8,6
Dänemark	- 2,1	- 1,0	- 1,0	- 0,3	- 0,8	- 1,5	- 2,4	- 1,8	- 2,5
Finnland	- 0,5	0,6	0,4	- 0,9	- 0,9	- 1,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9
Griechenland	- 5,7	- 5,8	- 4,9	3,5	3,4	3,1	- 2,2	- 2,4	- 1,8
Irland	- 1,8	- 1,9	- 0,8	0,3	- 0,4	- 0,6	- 1,5	- 2,3	- 1,4
Israel	- 3,4	- 3,7	- 3,9	2,4	2,2	1,7	- 1,0	- 1,5	- 2,2
Jugoslawien	- 4,7	- 3,0	- 1,9	2,4	2,1	1,4	- 2,3	- 0,9	- 0,5
Neuseeland	0,4	0,3	- 0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,5	- 0,9	- 1,0	- 1,6
Norwegen	2,0	3,2	2,5	- 0,9	- 0,9	- 1,7	1,1	2,3	0,8
Österreich	- 6,1	- 4,3	- 3,2	4,4	2,9	3,6	- 1,7	- 1,4	0,4
Portugal	- 4,2	- 5,1	- 5,3	3,0	2,5	1,8	- 1,2	- 2,6	- 3,5
Spanien	-11,7	-10,1	- 9,2	6,5	5,0	4,9	- 5,2	- 5,1	- 4,3
Südafrika	7,4	- 0,2	0,5	- 3,5	- 4,0	- 3,3	3,9	- 4,2	- 2,8
Türkei	- 4,0	- 3,1	- 1,9	0,3	0,8	0,7	- 3,7	- 2,3	- 1,2
<i>Sonstige ent- wickelte Länder</i>	<i>-32,9</i>	<i>-36,5</i>	<i>-31,4</i>	<i>10,4</i>	<i>4,7</i>	<i>1,3</i>	<i>-22,5</i>	<i>-31,8</i>	<i>-30,1</i>
<i>Entwickelte Län- der zusammen</i>	<i>-80</i>	<i>-38</i>	<i>-31</i>	<i>12</i>	<i>3</i>	<i>- 5</i>	<i>-68</i>	<i>-35</i>	<i>-36</i>
OPEC-Länder ²	172	120	60	-58	-57	-63	114	63	- 3
Entwicklungsländer (ohne OPEC) ³	-56	-61	-43	- 9	-18	-24	-65	-79	-67
<i>Entwicklungsländer zusammen</i>	<i>116</i>	<i>59</i>	<i>17</i>	<i>-67</i>	<i>-75</i>	<i>-87</i>	<i>49</i>	<i>-16</i>	<i>-70</i>
Staatshandelsländer ⁴	- 6	1	8	- 5	- 6	- 5	-11	- 5	3
Insgesamt	30	22	- 6	-60	-78	-97	-30	-56	-103

¹ Auf Transaktionsbasis. ² OPEC-Länder (Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate) und Oman. ³ Die Gruppe der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer umfaßt alle jene Länder, die nicht in anderen Gruppen dieser Tabelle erfaßt sind. Jedoch unterscheidet sich diese Definition von der in den Kapiteln VI und VII gegebenen. Daher sind die Daten über die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer mit jenen in den anderen zwei Kapiteln nicht vergleichbar. ⁴ Albanien, Bulgarien, Deutsche Demokratische Republik, Nordkorea, Polen, Rumänien, Sozialistische Republik Vietnam, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn, Volksrepublik China.

Quellen: IWF, OECD, nationale Quellen und eigene Schätzungen.

Handelsbilanzen im Gleichschritt mit Veränderungen des nominalen Welthandels. Zu Zeiten eines beschleunigten Wachstums des wertmäßigen Welthandels wird diese Abweichung positiv und nimmt zu; wenn hingegen der Welthandel schrumpft, wird die Diskrepanz negativ. Dies war im vergangenen Jahr der Fall, als die Welthandelsbilanz von einem Überschuß von \$ 22 Mrd. im Jahr 1981 auf ein Defizit von \$ 6 Mrd. umschwenkte und damit den Großteil der Zunahme der Diskrepanz im Weltleistungsbilanzgefüge im Jahr 1982 abdeckte.

Es ist in diesem Stadium unmöglich, das 1982 entstandene Weltleistungsbilanzdefizit unter den verschiedenen Ländergruppen neu aufzuteilen. Es gibt jedoch Grund zur Annahme, daß wenig von der Gegenposition in einem geringeren Defizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer erscheinen dürfte. Das ist deshalb so, weil Erträge aus den Dienstleistungen, die weitgehend für die weltweite Diskrepanz verantwortlich zu sein scheinen, zum Großteil in den Ländern der Zehnergruppe und den OPEC-Ländern anfallen. Wenn diese Annahme stimmt, dann mag das Ausmaß jeglicher deflationärer Wirkung auf die Wirtschaftspolitik weniger kräftig sein, als die Größenordnung der gesamten Diskrepanz vermuten läßt, da die Länder dieser beiden Gruppen, mit Ausnahme einiger absorptionsstarker OPEC-Länder, nicht generell schweren außenwirtschaftlichen Beschränkungen unterworfen waren.

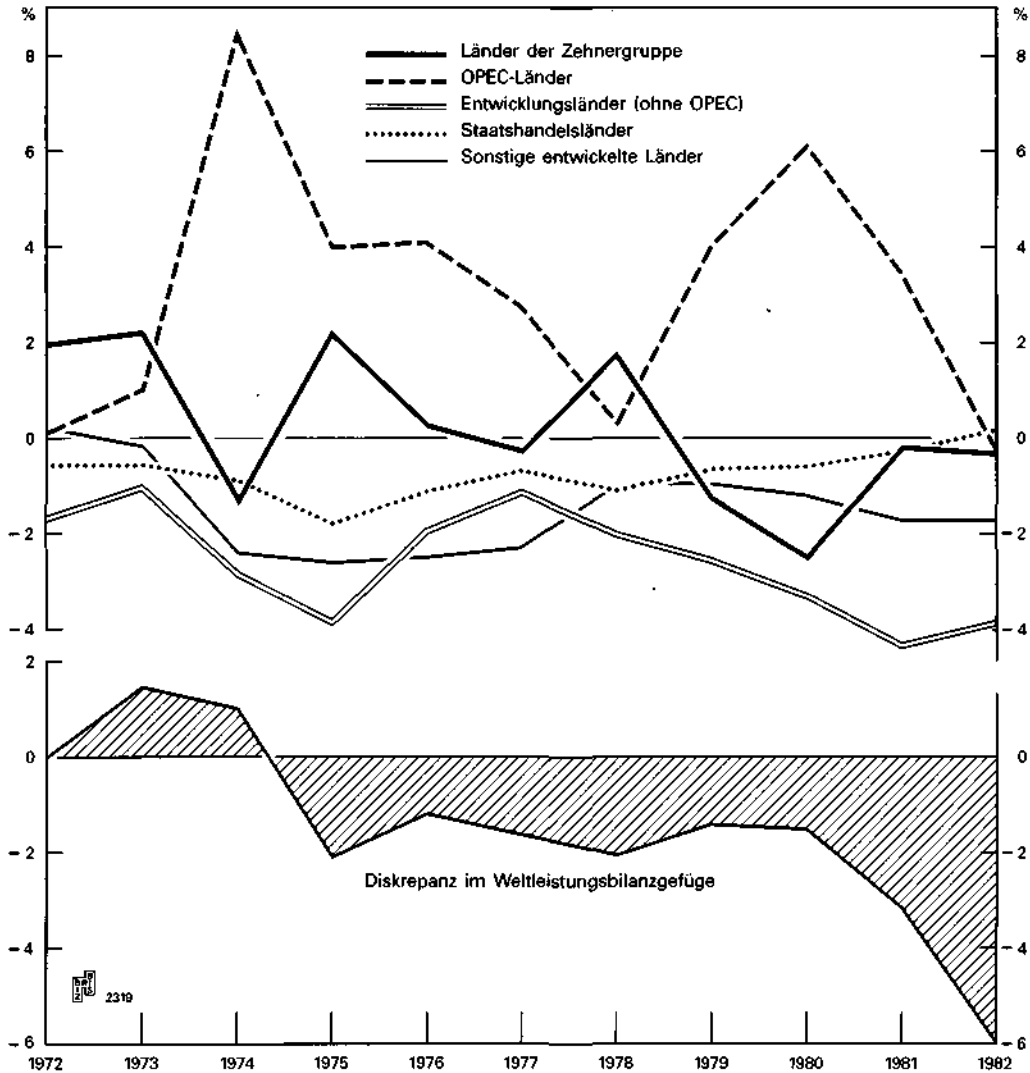
Interdependenz der Leistungsbilanzentwicklungen. Zwei Jahre nach den Ölpreiserhöhungen von 1979/80 unterschied sich die Verteilung der Weltleistungsbilanz in einigen Aspekten sehr stark von jener nach den Ölpreissteigerungen 1973. Der Hauptgrund dafür war, daß dem zweiten Ölschock in den großen Industrieländern eine flachere, aber länger anhaltende Rezession als in den Jahren 1974/75 folgte. Dies führte nicht nur zu einer noch nie dagewesenen Ausweitung der Lücke im Weltleistungsbilanzgefüge, sondern beeinflusste auch die Grundsituation der gesamten Leistungsbilanzpositionen.

Aus der umstehenden Grafik, die die Entwicklung der Leistungsbilanzen der wichtigsten Ländergruppen seit 1972 im Verhältnis zu den Weltexporten darstellt, geht hervor, daß die beiden großen Ölpreisschübe anfänglich den Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder auf beträchtliche $8\frac{1}{2}$ und $6\frac{1}{2}\%$ der Weltexporte in den Jahren 1974 bzw. 1980 emportrieben, während sie bei allen anderen Hauptländergruppen große Defizite der Leistungsbilanzen entstehen ließen. Sowohl 1975 als auch 1981 halbierte sich dann in etwa der OPEC-Überschuß, während die Entwicklung der Leistungsbilanz der Zehnergruppenländer einen ziemlich anderen Verlauf nahm als die der anderen Gruppen von Öleinfuhrländern. Die günstigere Entwicklung der gesamten Leistungsbilanz der Länder der Zehnergruppe war in gewissem Ausmaß auf den großen Anteil dieser Länder an den gesamten OPEC-Importen zurückzuführen, zusätzlich bremsten aber die höheren Ölpreise die Konjunktur in den Ländern der Zehnergruppe wesentlich stärker als in den anderen Gruppen der Nicht-OPEC-Länder.

Im Jahr 1982 jedoch stand die Entwicklung der Leistungsbilanzen der verschiedenen Gruppen von Nicht-OPEC-Ländern in scharfem Gegensatz zu jener nach 1975. In den Jahren 1976/77 hatte es eine deutliche Verringerung der gesamten Leistungsbilanzungleichgewichte der verschiedenen Nicht-OPEC-Ländergruppen

Zusammengefaßte Leistungsbilanzen wichtiger Ländergruppen und
Diskrepanz im Weltleistungsbilanzgefüge 1972–82

In Prozent der Weltexporte



gegeben, und auf diese Entwicklung folgte im Jahr 1978 wieder ein Weltleistungsbilanzgefüge ähnlich dem vor 1974, bei dem die Zehnergruppenländer netto betrachtet wiederum zu den wichtigsten Lieferanten von Gütern und Dienstleistungen an die übrige Welt wurden. Andererseits war 1982 der gesamte erfaßte Leistungsbilanzsaldo der Zehnergruppenländer noch defizitär, während das gesamte Defizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in Relation zu den Weltexporten größer als in den Jahren 1976/77 war. Dies war im wesentlichen auf Entwicklungen innerhalb der Zehnergruppenländer zurückzuführen, im besonderen auf deren weitgehendes Umschwenken auf eine konsequente antinflationäre Politik nach 1979, die die inländische Nachfrage wesentlich länger als Mitte der siebziger Jahre einschränkte und zu wesentlich höheren Zinssätzen der wichtigsten Währungen führte. Als Folge

wurden die Leistungsbilanzen der Länder außerhalb der Zehnergruppe gleichzeitig durch ein starkes Absinken der Nachfrage nach ihren Exportprodukten und durch einen wesentlich höheren Auslandsschuldendienst belastet.

Die Auswirkungen der Rezession in den Zehnergruppenländern auf die zusammengefaßten Leistungsbilanzpositionen der übrigen Welt. Der konjunkturelle Abschwung in den Zehnergruppenländern setzte nach 1979 ein. Den zwei Jahren stagnierender Industrieproduktion 1980/81, die von einer Verringerung ihres gesamten Produktionswachstums auf nur 1% pro Jahr begleitet waren, folgte im Jahr 1982 ein geringfügiger Rückgang des aggregierten Bruttosozialprodukts und eine 4½prozentige Abnahme der gesamten Industrieproduktion. Das Volumen der Importe der Zehnergruppenländer, das in den Jahren 1976–79 durchschnittlich um etwa 7% pro Jahr gewachsen war, schrumpfte in jedem der drei nachfolgenden Jahre, mit nachteiligen Folgen für die Exporte aller anderen Ländergruppen.

Die konsequente Antiinflationpolitik der wichtigen Industrieländer nach 1979 führte auch zu einem beträchtlichen Anziehen der Zinssätze auf den inländischen und internationalen Finanzmärkten. Der jahresdurchschnittliche Londoner Sechsmonats-Interbankzins für US-Dollar, der im Jahr 1980 um 2 Prozentpunkte gestiegen war, erreichte 16,8% im Jahr 1981. Nach einem leichten Rückgang im ersten Halbjahr 1982 fiel er im zweiten Halbjahr stark auf durchschnittlich 11,5% zurück. Die Zinssätze der anderen großen Währungen wie D-Mark, Schweizer Franken und Yen wiesen einen ähnlichen Verlauf auf, obwohl sie ziemlich deutlich unter dem Niveau der Dollarsätze blieben. Da ein großer Teil der gesamten Auslandsschuld auf US-Dollar lautet und zu variablen Zinssätzen abgeschlossen wurde, die nur mit einer Zeitverzögerung an die Marktzinsveränderungen angepaßt werden, zeitigte die im späteren Verlauf des Jahres 1982 einsetzende Rückbildung der kurzfristigen Dollarsätze bis zum Jahresende nur relativ geringe Auswirkungen auf den Fluß der Zinszahlungen zwischen Ländern.

Die nachteiligen Auswirkungen der flauen Exportmärkte und höheren Zinssätze waren am ausgeprägtesten in den *Entwicklungsländern (ohne OPEC)*. Wie in der Vergangenheit schlug sich der Abschwung auf ihren Hauptexportmärkten – die Länder der Zehnergruppe nehmen ihnen mehr als die Hälfte der gesamten Exporte ab – zuerst in niedrigeren Exportpreisen nieder. Angeführt von Rückgängen der Rohstoffpreise (ohne Öl) von 14½% im Jahr 1981 und 12½% im Jahr 1982 sanken ihre Exportpreise in diesen zwei Jahren um 1 bzw. 5%, und ihre Terms of trade verschlechterten sich um 5½ bzw. 3%. Diese Preiseffekte wurden von einer Verringerung des mengenmäßigen Wachstums ihrer Exporte von durchschnittlich 7% im Zeitraum 1977–81 auf nur noch ½% im Jahr 1982 verstärkt.

Überlagert wurden diese nachteiligen Entwicklungen im Außenhandel von den Auswirkungen höherer Zinssätze, die für die kräftig wachsende Auslandsschuld zu zahlen waren, auf die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer. Von 1979 bis 1982 stiegen die Zinszahlungen, die diese Länder auf ihre Auslandsverbindlichkeiten zu leisten hatten, auf mehr als das Doppelte, nämlich von \$ 21 auf 47 Mrd., wobei der geschätzte Schuldenstand von \$ 320 auf 500 Mrd. und der darauf durchschnittlich zu zahlende Zinssatz von 7,2 auf 10% gestiegen waren.

Entwicklungsländer (ohne OPEC): Tatsächliche und hypothetische Leistungsbilanz 1980–82

	Handelsbilanz			Dienstleistungen und Übertragungen (netto)			Leistungsbilanz			Geschätzte Bruttoauslandsschuld		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
	Milliarden US-Dollar											
Tatsächlich ...	-56	-61	-43	- 9	-18	-24	-65	-79	-67	380	450	500
Hypothetisch												
Szenario I ¹ ...	-56	-48	- 7	- 7	-10	-12	-63	-58	-19	380	430	440
Szenario II ² ...	-56	-62	-65	- 7	-11	-16	-63	-73	-81	380	460	520

¹ Annahmen des Szenario I: gleichbleibende Terms of trade in den Jahren 1981 und 1982; Wachstum des Exportvolumens im Jahr 1982 um 7% entsprechend dem durchschnittlichen Zuwachs in den Jahren 1977–81; ein durchschnittlicher Zinssatz von 7,2% auf die Auslandsschuld in den Jahren 1980–82; der tatsächliche durchschnittliche Zinssatz im Jahr 1979; das tatsächlich verzeichnete Importniveau. ² In Szenario II wird angenommen, dass das Importvolumen in den Jahren 1981 und 1982 entsprechend der in den Jahren 1977–80 durchschnittlich verzeichneten Wachstumsrate von 7% stieg und die anderen Annahmen von Szenario I aufrechterhalten werden.

Die vorstehende Tabelle enthält die tatsächliche Entwicklung der aggregierten Leistungsbilanz der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in den Jahren 1980–82 sowie hypothetische Berechnungen darüber, wie die Bilanz unter zwei verschiedenen Szenarios ausgesehen hätte. Das erste Szenario ist so aufgebaut, daß es die Auswirkungen von Rezession und hohen Zinssätzen in den Zehnergruppenländern auf ihre Exporte und ihre Auslandszinszahlungen verdeutlicht. Aus diesem Grund wurden die tatsächlichen Ergebnisse durch die Annahmen abgeändert, daß die Terms of trade der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in den Jahren 1981 und 1982 auf dem Stand von 1980 blieben, daß das Volumen ihrer Exporte 1982 mit der Durchschnittsrate der Jahre 1977–81 zunahm und daß der durchschnittliche Zinssatz, der auf ihre Auslandsschuld in den Jahren 1980–82 zu zahlen war, auf dem Niveau von 1979 verblieb. Andererseits wurden für die Jahre 1980–82 die tatsächlich verzeichneten Importzahlen verwendet. Das zweite Szenario ist so aufgebaut, daß es zeigt, was mit ihren Leistungsbilanzen in den Jahren 1980–82 passiert wäre, wenn das weltwirtschaftliche Umfeld für diese Länder günstiger gewesen wäre, als im ersten Szenario angenommen, wenn aber gleichzeitig das Volumen ihrer Importe in den Jahren 1981 und 1982 um die in den Jahren 1977–80 durchschnittlich verzeichneten 7% gestiegen wäre.

Szenario I zeigt, daß bei unveränderten Terms of trade in den Jahren 1981/82 und einem Zuwachs des Exportvolumens 1982 entsprechend dem vergangener Jahre das Handelsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer im Jahr 1981 um \$ 13 Mrd. und im Jahr 1982 um \$ 36 Mrd. niedriger gewesen wäre. Wären die Zinssätze in den Jahren 1980–82 auf ihrem Niveau von 1979 geblieben und wäre die gesamte Auslandsschuld entsprechend der hypothetischen Leistungsbilanz langsamer gewachsen, so wären die gesamten Nettozinszahlungen an das Ausland und folglich das Defizit bei den unsichtbaren Transaktionen im Jahr 1981 um \$ 8 Mrd. und im Jahr 1982 um \$ 12 Mrd. geringer gewesen. Würde man diese Veränderungen auf die gesamte Leistungsbilanz der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer übertragen, so wäre das gesamte Defizit im Jahr 1981 von \$ 79 auf 58 Mrd. und im Jahr 1982 von \$ 67 auf 19 Mrd. zurückgegangen.

Eine derartige Simulation von Leistungsbilanzdefiziten ist allerdings sehr theoretisch. So ist es äußerst unwahrscheinlich, daß in einem günstigeren weltwirtschaftlichen Umfeld, wie es in Szenario I angenommen wurde, die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer ihr Importtempo in dem Ausmaß zurückgenommen hätten, wie es tatsächlich der Fall war. Szenario II zeigt daher die Effekte, die zusätzlich auf die zusammengefaßte Leistungsbilanzposition dieser Länder in den Jahren 1981/82 unter der Annahme einwirken, daß ihre Importe weiterhin mit der durchschnittlichen Rate der Jahre 1977–80 von 7% zunehmen. Für das Jahr 1982 ergibt das dann ein Leistungsbilanzdefizit von \$ 81 Mrd., das um \$ 14 Mrd. über dem tatsächlich verzeichneten liegt.

Aus diesen hypothetischen Berechnungen werden zwei Tatsachen klar: Erstens hatte die Rezession im Verein mit hohen Zinssätzen in den Zehnergruppenländern bedeutende nachteilige Auswirkungen auf die Zahlungsbilanzen der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer; und zweitens hätten diese Entwicklungsländer auf jeden Fall Schritte unternehmen müssen, um ihre Außenwirtschaftsposition im Jahr 1982 zu verbessern, da ihre inländische Nachfrage und damit ihre Importe in den späten siebziger Jahren in einem Tempo zugenommen hatten, das nicht einmal bei einer günstigeren weltwirtschaftlichen Lage hätte aufrechterhalten werden können.

Die Leistungsbilanzentwicklungen der anderen wichtigen Ländergruppen außerhalb der Zehnergruppe wurden ähnlich berührt, obwohl der nachteilige Einfluß von Rezession und hohen Zinsen im allgemeinen weniger ausgeprägt war als im Fall der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer. In den *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe* ging das gesamte Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1982 geringfügig auf \$ 30 Mrd. zurück, nachdem es von 1980 auf 1981 von \$ 22 auf 32 Mrd. emporgeschwungen war. Höhere durchschnittliche Zinssätze und eine Zunahme der Auslandsverschuldung um \$ 30 Mrd. auf insgesamt \$ 235 Mrd. ließen die Nettozinszahlungen in den vergangenen zwei Jahren um schätzungsweise \$ 7 Mrd. ansteigen, was im wesentlichen den Rückgang des traditionellen Überschusses bei den unsichtbaren Leistungen dieser Länder von \$ 10 Mrd. im Jahr 1980 auf \$ 1 Mrd. im Jahr 1982 erklärt. Noch stärker allerdings scheint die Rezession die Exporte dieser Ländergruppe beeinflusst zu haben, von denen fast 75% in die Zehnergruppenländer gehen. Wären in der Tat die Terms of trade auf dem Niveau von 1980 verblieben und hätte ein geringes volumenmäßiges Exportwachstum von 2½% in den Jahren 1981/82 angedauert, dann hätte das zusammengefaßte Handelsbilanzdefizit dieser Länder im Jahr 1982 \$ 20 Mrd. statt der verzeichneten \$ 30 Mrd. betragen. Diese Schätzung geht jedoch davon aus, daß die Importe auf ihrem tatsächlich verzeichneten Niveau geblieben wären.

Die Leistungsbilanz der *OPEC-Länder* war gegensätzlichen Einflüssen von Rezession und Zinssätzen ausgesetzt. Die Rezession bewirkte zusammen mit weiteren Fortschritten bei der sparsameren Verwendung von Öl und einem gewissen Lagerabbau einen deutlichen Rückgang des Volumens der Ölausfuhren in die Zehnergruppenländer. Eine Verschärfung dieser Entwicklung ergab sich für die OPEC-Länder aus dem wachsenden Wettbewerb von seiten anderer Ölförderländer. Von 1979 bis 1982 fielen die realen Ölexporte der OPEC-Länder um 45%, von durchschnittlich 31 Mio. Barrel pro Tag auf weniger als 17 Mio. Barrel pro Tag. Da die

Ölexportpreise, nach einem Anstieg von 10% im Jahr 1981, um 4½% im Jahr 1982 zurückgingen, schlug sich der Rückgang der Ölexportmengen in der Zweijahresperiode 1981/82 fast vollständig in Verlusten bei den Exporteinnahmen nieder. Diese Verluste, die im Jahr 1981 \$ 28 Mrd. und im Jahr 1982 \$ 59 Mrd. betrugten, waren daher der Hauptgrund für das Verschwinden des OPEC-Überschusses. Hohe Zinssätze stärkten andererseits die Leistungsbilanz der OPEC-Länder, obwohl dies, wegen Berichtslücken, in den Zahlungsbilanzstatistiken noch nicht voll aufscheinen dürfte. Auf der Basis der kumulierten OPEC-Leistungsbilanzüberschüsse seit 1973 können die gesamten Nettoauslandsaktiva dieser Länder per Ende 1980 auf \$ 345 Mrd. und für Ende des vergangenen Jahres auf \$ 405 Mrd. veranschlagt werden. Wären die auf den wachsenden Bestand an Nettoauslandsforderungen gezahlten Zinsen in etwa der Zinsentwicklung auf den Weltfinanzmärkten gefolgt, so wären die Nettoerträge der Auslandsinvestitionen der OPEC-Länder im Jahr 1981 um \$ 16 Mrd. gestiegen, im Jahr 1982 aber um \$ 4 Mrd. zurückgegangen. Die gesamten statistisch erfaßten Dienstleistungserträge der OPEC-Länder stiegen im Jahr 1981 um \$ 8 auf 45 Mrd. an, gingen aber 1982 um \$ 2 Mrd. zurück.

Schließlich trug die Rezession in den großen Industrieländern auch zu einem Verlust an Erträgen in konvertierbarer Währung der *Staatshandelsländer* Osteuropas und Asiens bei, deren Exporte in die westlichen entwickelten Länder im Jahr 1982 effektiv stagnierten, nach einem Rückgang von \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1981. Da jedoch die Staatshandelsländer ihre Nettoverschuldung gegenüber dem internationalen Bankensystem im vergangenen Jahr abbauten, kehrte sich 1982 ein Teil der zinsinduzierten Verschlechterung ihrer Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz von 1980/81 um und verhalf damit der Gesamtleistungsbilanz zu einem Umschwung von einem Defizit von \$ 5 Mrd. im Jahr 1981 in einen Überschuß von \$ 3 Mrd. im Jahr 1982.

Anpassung und Finanzierung vor dem Hintergrund sich verschlechternder Leistungsbilanzpositionen. Die nicht zur Zehnergruppe gehörenden Ländergruppen reagierten auf die in den Jahren 1981/82 sich verschlechternden Leistungsbilanzpositionen sowohl mit einem Rückgriff auf Auslandsfinanzierung aus privaten und offiziellen Quellen als auch mit einem Umschwenken auf eine restriktivere Wirtschaftspolitik im Inland. Teilweise freiwillig, aber hauptsächlich deshalb, weil es keine andere Wahl gab, verlagerte sich der Schwerpunkt zunehmend auf Anpassungsmaßnahmen.

Das augenscheinlichste Zeichen für eine restriktive inländische Wirtschaftspolitik in der Gruppe der *Entwicklungsländer (ohne OPEC)* war die Verlangsamung des Produktionswachstums von einem gewogenen Durchschnitt von etwa 5% in den Jahren 1978–80 auf etwas mehr als 1% in den Jahren 1981/82. Während im Jahr 1981 das Wachstum der realen Importe noch bei 2% gehalten werden konnte – hauptsächlich jedoch dank der Ölförderländer in dieser Gruppe –, gingen diese 1982 erstmals seit 1975 um 6½% zurück. Da die Importpreise ebenfalls um 2% sanken, reduzierten sich die gesamten Importe dieser Länder im Jahr 1982 wertmäßig um \$ 29 Mrd. Der Importrückgang war in einigen der schwerstverschuldeten Länder besonders stark ausgeprägt. So sanken die wertmäßigen Importe Mexikos und Argentinien um etwa 40%, was Mengenkürzungen von mehr als 35% bedeu-

tete, während in Brasilien die Importe real um fast 10% abnahmen. Im Gegensatz dazu wurde Korea, das viertgrößte Schuldnerland unter den Entwicklungsländern, durch frühere Anpassungsmaßnahmen und durch ein exportinduziertes Wachstum in die Lage versetzt, im vergangenen Jahr das Importvolumen von 1981 beizubehalten.

Was die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite dieser Länder angeht, so ergibt sich als auffälligstes Merkmal der allgemeinen Übersicht der folgenden Tabelle ein scharfer Rückgang der neuen Auslandsverschuldung aus allen Quellen (ohne IWF) von \$ 63 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 40 Mrd. im Jahr 1982 und eine plötzliche Abnahme der kurzfristigen Verschuldung, die in den Jahren 1980/81 mehr als 30% der gesamten Neuverschuldung dieser Länder ausgemacht hatte. Der Rückgang der neuen Auslandsverschuldung konzentrierte sich auf den Bankensektor (s. Kapitel VI), während die Kredite zu günstigen Bedingungen und andere offizielle Zuflüsse (ohne IWF) wie 1981 schätzungsweise nahezu \$ 20 Mrd. erreichten. Der verringerte Zugang zu Finanzmitteln, vor allem aus privaten Quellen, führte zu einem Abbau der gesamten offiziellen Reserven der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer um etwa \$ 9 Mrd. sowie, in einer Reihe von Ländern, zu einem Rückgang der privaten Auslandsaktiva und einem Anwachsen der Zahlungsrückstände.

Entwicklungsländer (ohne OPEC):
Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1980–82 (Schätzung)

	1980	1981	1982
	Milliarden US-Dollar		
Leistungsbilanzdefizit	-65	-79	-67
Finanzierung			
Direktinvestitionen (netto)	8	11	10
Veränderung der Bruttoauslandsschuld (ohne IWF)	61	63	40
<i>davon: langfristig</i>	37	48	37
<i>kurzfristig</i>	24	15	3
(Kreditvergabe durch Banken)*	(33)	(40)	(16)
Nettoziehungen auf den IWF	2	5	5
Insgesamt	71	79	55
Veränderung der Auslandsaktiva	6	0	-12
<i>davon: offizielle Reserven</i>	0	0	-9
<i>andere Aktiva</i>	6	0	-3
(Einlagen bei Banken)	(2)	(4)	(0)

* Einschließlich Veränderungen der Nettoposition von Banken an Offshore-Finanzplätzen.

In einer Reihe von *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe* führten ebenfalls außenwirtschaftliche Einschränkungen zur Einführung restriktiverer Nachfragesteuerungsmaßnahmen, die eine Verlangsamung des BSP-Wachstums von über 2% in den Jahren 1980/81 auf nur 1% im Jahr 1982 nach sich zogen. Das Wachstum der realen Importe dieser Länder ging 1981/82 auf ½% zurück, wobei Jugoslawien und Südafrika im vergangenen Jahr starke absolute Rückgänge verzeichneten. Die große Mehrheit dieser Länder war jedoch nicht vor außenwirtschaftliche Finanzierungsprobleme gestellt. Die gesamten Verbindlichkeiten der Gruppe gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken, die fast zwei Drittel der gesamten

Auslandsschuld dieser Länder ausmachen dürften, stiegen im vergangenen Jahr um \$ 15 Mrd. und damit im selben Ausmaß wie 1981. Außerdem blieben die offiziellen Reserven (ohne Gold) der Länder dieser Gruppe, die im Jahr 1981 um \$ 2,6 Mrd. abgebaut worden waren, im vergangenen Jahr praktisch unverändert.

Während vor allem die Rezession in den Hauptindustrieländern das Verschwinden des OPEC-Überschusses im Jahr 1982 verursachte, waren die Auswirkungen auf die binnenwirtschaftliche Entwicklung in den OPEC-Ländern weniger einschneidend als anderswo. Nicht zuletzt dank der finanziellen Aktiva, die sie in früheren Jahren angesammelt hatten, nahm das Importvolumen im ersten Halbjahr 1982 weiter zu, und man schätzt, daß die Produktion im Nichtölsektor um 4% stieg, was 1 Prozentpunkt weniger ist als der Durchschnittswert für 1980/81. Die Erfahrungen der einzelnen OPEC-Länder waren jedoch im vergangenen Jahr recht unterschiedlich. Die absorptionsstarken Länder, deren gemeinsames Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1982 um \$ 10 auf 19 Mrd. anstieg, sahen sich fast alle wachsenden außenwirtschaftlichen Beschränkungen gegenüber, die sie zur Einleitung einer weniger expansiven Nachfragesteuerungspolitik und zu einer starken Zurücknahme des realen Wachstums ihrer Importe von durchschnittlich über 20% in den Jahren 1980/81 auf nur 2% im Jahr 1982 bewogen. Die größte Verringerung des Importvolumens nahm mit rund 35% Nigeria vor. In den absorptionsschwachen OPEC-Ländern, deren gemeinsamer Leistungsbilanzüberschuß mit \$ 16 Mrd. noch reichlich, aber deutlich reduziert war, lag das Wachstum der realen Importe im Jahr 1982 mit 13% nur geringfügig unter dem Durchschnitt von 17% der Jahre 1980/81. Der Großteil des Rückgangs des realen Importwachstums dieser Gruppe entfiel auf eine Abnahme der wertmäßigen Importe Libyens um 45%.

Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder
1981/82 (Schätzung)¹

	1981	1982		
		Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Milliarden US-Dollar			
Statistisch erfaßter anlagefähiger Überschuß.....	49,5	3,1	8,5	- 5,4
Kurzfristige Anlagen	0,6	-16,2	- 6,7	- 9,5
davon:				
in den USA ²	- 2,5	4,8	6,1	- 1,3
in Großbritannien ²	8,2	- 8,2	- 5,8	- 2,4
(darunter: Euromarkteinlagen)	(7,8)	(- 9,4)	(- 6,5)	(- 2,9)
in den anderen Industrieländern ³	- 5,1	-12,8	- 7,0	- 5,8
Langfristige Anlagen	48,9	19,3	15,2	4,1
davon:				
in den USA	18,8	7,6	6,5	1,1
in Großbritannien	1,1	- 0,8	0,1	- 0,9
in den anderen Industrieländern	19,4	6,6	5,9	0,7
bei internationalen Organisationen ⁴	2,4	2,0	0,1	1,9
in Entwicklungsländern	7,2	3,9	2,6	1,3

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

Quelle: Bank von England.

Bezüglich der Verteilung der Auslandsfinanzströme der OPEC-Länder im Jahr 1982 stechen nach der vorstehenden Tabelle drei Merkmale der Entwicklung des statistisch erfaßten, für Finanzanlagen zur Verfügung stehenden Überschusses der ganzen Gruppe hervor. Erstens schrumpften – gleichzeitig mit dem Dahinschmelzen des Leistungsbilanzüberschusses – die gesamten statistisch erfaßten Brutto-neuanlagen der OPEC-Länder im Ausland auf \$ 3,1 Mrd., wobei ein Abbau der kurzfristigen Aktiva um \$ 16,2 Mrd. von neuen langfristigen Anlagen in Höhe von \$ 19,3 Mrd. mehr als ausgeglichen wurde. Zweitens fand eine Verlagerung kurzfristiger Finanzanlagen aus Großbritannien und anderen Industrieländern in die USA statt. Drittens fanden sowohl der gesamte Zuwachs der Auslandsaktiva als auch die regionale Umverteilung der kurzfristigen Plazierungen im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres statt, während im zweiten Halbjahr die gesamten Aktiva in der Tabelle einen Rückgang um \$ 5,4 Mrd. aufwiesen. Die Situation der Überschußländer der Gruppe unterschied sich erheblich von jener der Defizitländer, wie anhand der Veränderungen von Einlagen der absorptionsschwachen und -starken Länder bei den an die BIZ berichtenden Banken außerhalb der USA klar gesehen werden kann (eine Untergliederung der Verbindlichkeiten und Forderungen von US-Banken in solche gegenüber absorptionsschwachen und solche gegenüber absorptionsstarken Ländern ist nicht verfügbar). Die Einlagen der wichtigsten absorptionsschwachen Länder bei diesen Banken sanken um \$ 1 Mrd. im Jahr 1982, während die absorptionsstarken Länder ihre Einlagen im Jahr 1982 um \$ 23 Mrd. verringerten. Nach einem Abbau von \$ 13,5 Mrd. im Jahr 1981 bedeutete dies, daß die absorptionsstarken OPEC-Länder bis Ende 1982 40% ihrer Ende 1980 bei Banken außerhalb der USA insgesamt gehaltenen Aktiva abgebaut hatten. Es kann jedoch sein, daß ein Teil dieser Mittel zu Banken in den USA verlagert wurde.

In den meisten *Staatshandelsländern* hatten Knappheiten an konvertierbarer Währung bereits am Anfang des Jahrzehnts zum Einsatz restriktiver binnenwirtschaftlicher Maßnahmen geführt. Kürzungen der Gesamtimporte dieser Gruppe aus westlichen Ländern von \$ 4 bzw. 5 Mrd. in den Jahren 1981 und 1982 leisteten einen wichtigen Beitrag zu den Verbesserungen der Handelsbilanz dieser Gruppe von je etwa \$ 7 Mrd. in den vergangenen zwei Jahren. Der gemeinsame Leistungsbilanzsaldo kehrte sich im Jahr 1982 in einen Überschuß, und die Nettoverschuldung der Länder gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken wurde zurückgeführt. Die Bruttoverbindlichkeiten der osteuropäischen Länder gegenüber den Banken gingen um \$ 4,7 Mrd. zurück, was genau dem Betrag entsprach, den sie im Jahr zuvor ausgeliehen hatten, während ihre Einlagen um \$ 2 Mrd. aufgestockt wurden. Darüber hinaus verstärkte sich Chinas Nettogläubigerposition gegenüber den Banken um weitere \$ 3,5 Mrd. im Jahr 1982, nach einem Anstieg von \$ 2,7 Mrd. im Jahr 1981.

Die Rückwirkungen der Anpassungsmaßnahmen der übrigen Welt auf die Länder der Zehnergruppe. Da die Länder außerhalb der Zehnergruppe auf außenwirtschaftliche Zwänge mit Kürzungen ihrer Importmengen reagierten, wirkten diese Anpassungsmaßnahmen auf die Zehnergruppenländer zurück. Der Rückgang der Nachfrage nach ihren Exporten verhinderte nicht nur eine Verbesserung der gesamten Handelsbilanz der Zehnergruppe im Jahr 1982, sondern verschärfte dort auch die Rezession. Wäre beispielsweise die reale Nachfrage nach Exporten der

Zehnergruppe im Jahr 1982 nicht zurückgegangen, sondern im selben Ausmaß wie 1980/81 gewachsen, so hätte das gesamte Sozialprodukt der Zehnergruppenländer – *ceteris paribus* – um etwa $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt höher gelegen, als es tatsächlich lag. In der Tat wurden die rezessiven Kräfte, die von der übrigen Welt rückübertragen wurden, im zweiten Halbjahr 1982, als die Exportmengen um $4\frac{1}{2}\%$ fielen, besonders stark.

Zahlungsbilanzentwicklungen in den Ländern der Zehnergruppe

Leistungsbilanzen. Das zusammengenommene Leistungsbilanzdefizit der Zehnergruppenländer erhöhte sich im letzten Jahr um \$ 2,7 auf 6,2 Mrd., obwohl die Nettoölimporte um \$ 40 Mrd. niedriger ausfielen, die Nichtöl-Rohstoffpreise um 12% zurückgingen und die Nettoeinnahmen aus Kapitalerträgen stiegen. Zwei Faktoren scheinen dafür verantwortlich zu sein, daß es nicht zu einer Verbesserung der zusammengenommenen Leistungsbilanz der Gruppe kam. Auf der einen Seite könnte die im letzten Jahr zu beobachtende Zunahme der statistischen Diskrepanz der Weltleistungsbilanz – die wie weiter oben dargestellt wohl hauptsächlich mit dem Rückgang des Welthandels zusammenhängen dürfte – sehr wohl einige grundlegende Verbesserungen im gemeinsamen Saldo des Warenhandels verdeckt haben. Andererseits reduzierte die Hinwendung zu einem restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurs in anderen Ländern 1982 die Auslandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen der Zehnergruppe. Dieser zweite Faktor wurde im Verlauf des Jahres zunehmend wichtig, was z.B. die nachhaltige Verschlechterung der US-Handelsbilanz in der zweiten Jahreshälfte zeigt, als die Auslandsmärkte der westlichen Welt eine besonders schwache Verfassung aufwiesen.

Die drastische Veränderung der amerikanischen Position führte in der gemeinsamen Leistungsbilanz der Zehnergruppenländer – saisonbereinigt und auf das Jahr hochgerechnet – zu einem Umschwung von \$ 6 Mrd. Überschuß im ersten Halbjahr 1982 auf \$ 18 Mrd. Defizit in der zweiten Jahreshälfte. Die zusammengenommene Leistungsbilanzposition der anderen Länder verbesserte sich im Laufe des Jahres geringfügig. Von größerer Bedeutung war allerdings, daß Veränderungen der relativen Konjunkturlage und Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder 1981 und 1982 zu mehreren markanten Verschiebungen in den jeweiligen Leistungsbilanzsalden führten.

Außerhalb der USA verzeichnete Frankreich, dessen Defizit zweieinhalbmal größer war als 1981, die ausgeprägteste Verschlechterung der Leistungsbilanz. Das schwedische Defizit wuchs auch, vor allem in der zweiten Jahreshälfte, während der nach wie vor beachtliche Überschuß Großbritanniens kaum mehr als die Hälfte des Rekordbetrags von 1981 erreichte. Alle anderen Länder der Gruppe wiesen Verbesserungen in der Leistungsbilanz auf, wobei Deutschland und Kanada mit dem Wiedererreichen einer Überschußposition an der Spitze lagen.

Der Umschwung in der Leistungsbilanz der *Vereinigten Staaten* von einem Überschuß in Höhe von \$ 4,5 Mrd. 1981 zu einem Defizit von \$ 8,1 Mrd. 1982 war innerhalb der Zehnergruppe bei weitem der größte. Der Hauptteil der Verschlechterung ging auf das Konto der Handelsbilanz, wo sich das saisonbereinigte Defizit

mit \$ 24,5 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte mehr als verdoppelte. Der Anstieg des US-Handelsdefizits kann auf den gemeinsamen Einfluß der schwachen Exportmärkte und des Verlusts an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zurückgeführt werden. Auf der Exportseite führten diese beiden Faktoren zusammen zu einem 12prozentigen realen Rückgang; auf der Importseite scheint die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit ausländischer Anbieter von Nichtölprodukten weitgehend den Einfluß der schwächeren Inlandsnachfrage in den USA ausgeglichen zu haben, da das Volumen der Nichtölimporte konstant blieb. Trotz der ausgeprägten Verschlechterung der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit ist jedoch die Importdurchdringung im Nichtölbereich in den letzten Jahren kaum gestiegen, weder dem Wert noch dem Volumen nach. Dies deutet darauf hin, daß nicht die Absatzmengen, sondern die Gewinnspannen die Hauptbelastung der wettbewerbsmäßigen Anpassung in den mit Importen konkurrierenden Bereichen der amerikanischen Industrie getragen haben und daß darüber hinaus die Rentabilität von Exporten in den US-Markt gewachsen sein könnte.

Die Veränderungen im Handelsvolumen führten damit im letzten Jahr zu einer Verschlechterung der Nichtölhandelsbilanz um mehr als \$ 25 Mrd. Durch eine leichte Verbesserung der Terms of trade im Nichtölbereich und einen Rückgang der Ölimporte um \$ 16 Mrd. wurde jedoch die gesamte Verschlechterung des Handelsbilanzdefizits auf \$ 8,4 Mrd. begrenzt.

Der Exportrückgang um \$ 25 Mrd. verteilte sich auf alle größeren Warengruppen. Die größte Abschwächung um \$ 7,5 Mrd. war bei den Verkäufen von Kapitalgütern zu verzeichnen, es folgten Abnahmen um \$ 6,9 und 6,2 Mrd. bei landwirtschaftlichen Produkten bzw. industriellen Vorprodukten. Die Nichtölimporte verharrten praktisch auf ihrem Niveau von 1981, wobei ein Rückgang von \$ 7,2 Mrd. bei den Käufen industrieller Vorprodukte durch Zuwächse in anderen Warengruppen ausgeglichen wurde.

Eine Aufschlüsselung des US-Handelsverkehrs nach Regionen zeigt eine Verbesserung von \$ 18 Mrd. in der Handelsbilanz mit den OPEC-Staaten, deren Anteil an den gesamten amerikanischen Mineralölimporten um mehr als ein Fünftel zurückging. Auf der anderen Seite waren Verschlechterungen um \$ 11,2 und 14,4 Mrd. im Handelsbilanzsaldo mit den Entwicklungsländern (ohne OPEC) bzw. den Industrieländern zu verzeichnen. Die Hälfte der gesamten Abschwächung der US-Exporte im letzten Jahr entfiel auf den Rückgang der Verkäufe nach Kanada und Mexiko.

Der Überschuß bei den unsichtbaren Leistungen reduzierte sich von \$ 32,4 Mrd. 1981 auf \$ 28,2 Mrd. 1982. Die Nettokapitalerträge fielen unter dem gemeinsamen Einfluß des starken Dollars und der Rezession um \$ 6 Mrd.

In *Frankreich* weitete sich das Leistungsbilanzdefizit von \$ 4,8 Mrd. 1981 auf \$ 12 Mrd. 1982 aus. Mehr als vier Fünftel dieser Verschlechterung waren dem Defizit im Außenhandel zuzuschreiben, das von \$ 10 auf 15,8 Mrd. stieg. Da die Terms of trade praktisch konstant blieben, war die Zunahme der Nettoimporte im letzten Jahr in voller Höhe auf die gegenläufigen Veränderungen im Import- und Exportvolumen zurückzuführen, die sich offenbar analog zu dem relativen

Nachfragedruck in Frankreich und den anderen Industriestaaten entwickelt haben. In Frankreich stieg die reale Inlandsnachfrage um fast 4%, und das Volumen der Nichtenergieimporte wuchs um 5½%, während die realen Energieimporte zurückgingen. Zur gleichen Zeit reduzierte sich das Volumen der Exporte um etwa 3%. Diese konjunkturellen Faktoren beeinflussten insbesondere den Handel mit den übrigen OECD-Ländern, deren Überschuß gegenüber Frankreich auf zollstatistischer Basis von \$ 11,3 Mrd. 1981 auf \$ 16,6 Mrd. 1982 stieg. Schlüsselt man nach Warenarten auf, so konzentrierte sich die Verschlechterung auf den Handel mit Industriegütern, wo sich der französische Überschuß von \$ 9 Mrd. im Jahr 1981 in 1982 mehr als halbierte. Der Überschuß in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz sank im letzten Jahr infolge erhöhter Transferleistungen des öffentlichen Sektors um \$ 1,4 Mrd.

In *Schweden* vergrößerte sich 1982 das Defizit der Leistungsbilanz um \$ 0,6 auf 3,4 Mrd. Nahezu die gesamte Verschlechterung ergab sich aus der Handelsbilanz und war ungünstigen Veränderungen in den Nettohandelsvolumen zuzuschreiben; die realen Exporte wuchsen um 3%, das Volumen der Importe stieg jedoch fast doppelt so stark an. Die Erhöhung des Exportvolumens konzentrierte sich auf die erste Jahreshälfte, als die aus der Abwertung der Krone im September 1981 gewonnene höhere Wettbewerbsfähigkeit durch vergleichsweise aufnahmefähige Exportmärkte verstärkt wurde. Auf der Importseite, wo im Gegensatz zu der Stagnation des realen Bruttoinlandsprodukts ein Wachstum im Volumen zu verzeichnen war, mag dieser Anstieg als Umkehr der vorjährigen Entwicklung zu verstehen sein, als das Importvolumen angesichts eines verbreiteten Vorratsabbaus um 6% zurückgegangen war.

Der Leistungsbilanzüberschuß *Großbritanniens* fiel 1982 – nach dem Rekordergebnis von \$ 12,6 Mrd. im Vorjahr – auf \$ 6,8 Mrd. zurück. Die weitere Zunahme des Überschusses der Ölrechnung von \$ 6,3 auf 8,1 Mrd. wurde dadurch mehr als aufgewogen, daß eine Verschlechterung der 1981 nahezu ausgeglichenen Nichtölhandelsbilanz auf ein Defizit von \$ 4,2 Mrd. mit einer Halbierung des Überschusses in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz zusammentraf. Da im Nichtölbereich die Terms of trade wie auch das Exportvolumen im Vergleich zum Vorjahr praktisch unverändert blieben, war der ausschlaggebende Faktor für die Verschlechterung der Handelsbilanz der Volumenanstieg der Nichtölimporte um 7%, die größte innerhalb der Zehnergruppenländer im letzten Jahr zu verzeichnende Zunahme. Die Hauptnutznießer dieses Anstiegs der Importnachfrage waren die anderen EG-Länder, die – auf zollstatistischer Basis – über 60% der gesamten wertmäßigen Zunahme der Nichtölimporte Großbritanniens abdeckten. Der Importanstieg entfiel fast ausschließlich auf gewerbliche Erzeugnisse, so daß sich der Überschuß von \$ 9,6 Mrd. im Außenhandel mit diesen Produkten 1981 im letzten Jahr mehr als halbierte.

Während die Nichtölimporte dem Volumen nach über das gesamte Jahr gesehen stark zunahmen, war von der ersten zur zweiten Jahreshälfte 1982 ein Rückgang um 3% zu verzeichnen, obwohl die Verbrauchsnachfrage sich im Verlauf des Jahres erholte. Dies mag die verbesserte Wettbewerbsposition der inländischen Hersteller seit 1980 sowie einen deutlichen Vorratsabbau in der zweiten Hälfte des letzten Jahres widerspiegeln. Da das Exportergebnis gegen Jahresende hin ebenfalls

höher ausfiel, verbesserte sich die gesamte Handelsbilanz im letzten Vierteljahr deutlich, wobei der Überschuß mit \$ 2,1 Mrd. mehr als die Hälfte des Ergebnisses für das gesamte Jahr ausmachte.

Der Rückgang des Überschusses in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz Großbritanniens von \$ 6,3 Mrd. 1981 auf \$ 3,0 Mrd. im letzten Jahr war hauptsächlich auf die geringeren Nettoeinnahmen des privaten Sektors aus Zinsen, Gewinnen und Dividenden zurückzuführen, welche die geringeren Nettoerträge bei Direktinvestitionen und Investitionen der Ölgesellschaften widerspiegeln.

Deutschland hatte 1982 innerhalb der Zehnergruppenländer die größte Verbesserung der Leistungsbilanz zu verzeichnen. Fast ausschließlich wegen der massiven Erhöhung des Handelsbilanzüberschusses um \$ 8,5 Mrd. kehrte sich der Saldo der Leistungsbilanz von einem Defizit von \$ 6,5 Mrd. im Jahr 1981 in einen Überschuß von \$ 3,2 Mrd. im Jahr 1982. Darüber hinaus sank das traditionelle Defizit in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 1,2 Mrd. Die Verbesserung der saisonbereinigten Leistungsbilanz vollzog sich über das ganze Jahr hinweg, beginnend mit einem Defizit von \$ 0,3 Mrd. im ersten Quartal bis hin zu einem Überschuß von \$ 2 Mrd. im letzten Vierteljahr.

Der ausschlaggebende Grund für den letztjährigen Rekordüberschuß von \$ 24,2 Mrd. im Handelsverkehr war eine Verbesserung der Terms of trade um 4%. In Dollar gerechnet fielen die deutschen Ausführpreise nur um 2%, während die Einfuhrpreise um 6% zurückgingen. Vor allem infolge der verzögerten Auswirkungen des Rückgangs des realen gewogenen Außenwerts der D-Mark 1980/81 stieg das Exportvolumen um 2%; dies konzentrierte sich allerdings auf die ersten Monate des Jahres. Die größten Exportgewinne waren bei den Verkäufen in die OPEC-Staaten mit relativ niedriger Absorptionsfähigkeit, in die Sowjetunion und die größeren EG-Staaten zu verzeichnen, wobei fast ein Drittel des Anstiegs des gesamten Exportwerts auf Kraftfahrzeuge entfiel.

Die mäßige Zunahme des Importvolumens um 1% über das gesamte Jahr hinweg war eine Folge der generell schwachen Inlandsnachfrage und der weiter zurückgeschraubten Energieimporte, die im letzten Quartal 1982 etwa 5% niedriger lagen als in der vergleichbaren Zeit des Vorjahres. Die realen Importe waren in den ersten Monaten des Jahres relativ dynamisch, schwächten sich jedoch im weiteren Verlauf ab. Nennenswerte Verlagerungen ergaben sich 1982 in der geographischen Herkunft der Importe, was in einigen Fällen offenbar vor allem auf Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter zurückzuführen war. Während Dänemark, Österreich und die Niederlande ihre Marktanteile in Deutschland erhöhten, verloren Importe aus den USA, Frankreich (ausgenommen Flugzeuge) und Schweden an Boden. Durch die verbesserte Wettbewerbsposition der deutschen Autoindustrie fiel im letzten Jahr der Rückgang der Importe aus Japan doppelt so hoch wie der aller Importe aus, wobei daran zu erinnern ist, daß die japanischen Exporteure vor 1982 sehr hohe Marktanteilsgewinne in Deutschland aufzuweisen hatten.

In *Kanada* verbesserte sich die Leistungsbilanz im letzten Jahr von einem Defizit von \$ 4,5 Mrd. zu einem Überschuß von \$ 2,1 Mrd., dem ersten seit 1973. Hauptsächlich als Folge der ausgeprägten Rezession im Inland stieg der Überschuß im Außenhandel auf \$ 14,7 Mrd., was mehr als einer Verdoppelung entsprach. Die

gesamte Inlandsnachfrage fiel im letzten Jahr um 7% – erheblich stärker als in irgendeinem anderen Land der Zehnergruppe –, und das Importvolumen ging sogar um 15% zurück. Auf der anderen Seite wurde trotz eines 4prozentigen volumenmäßigen Rückgangs der Verkäufe in die USA, die zwei Drittel der kanadischen Exporte ausmachen, das gesamte Exportvolumen auf dem Niveau von 1981 gehalten. Hauptsächlich als Ergebnis dieses Trendverlaufs im Volumen verbesserte sich die bilaterale Handelsbilanz Kanadas mit den USA um \$ 7,1 Mrd.

Drei andere Länder der Zehnergruppe verzeichneten 1982 höhere Leistungsbilanzüberschüsse. Der Anstieg von \$ 4,8 auf 6,9 Mrd. in *Japan* war auf einen noch größeren Rückgang des Defizits bei den unsichtbaren Leistungen um \$ 4,0 Mrd. zurückzuführen, der seinerseits vor allem aus höheren Nettokapitalerträgen herührte. Auf der anderen Seite fiel der Außenhandelsüberschuß von \$ 20 auf 18,1 Mrd. zurück, wobei sich der Saldo im Nichtölbereich um etwa \$ 7 Mrd. verschlechterte, weil die Exporte wertmäßig stärker zurückgingen als die Nichtölimporte. Das vergleichsweise schwache Exportergebnis Japans 1982 – der 3prozentige volumenmäßige Rückgang überstieg den des Welthandels – kommt angesichts der erheblichen Verbesserung der japanischen Wettbewerbsposition im Verlauf des Jahres etwas überraschend und mag mit den Exportbeschränkungen angesichts zunehmenden protektionistischen Drucks in anderen Ländern zu tun haben. Die Exportschwäche war in der zweiten Jahreshälfte besonders ausgeprägt, als der saisonbereinigte Exportwert mehr als 10% unter dem Niveau des ersten Halbjahres lag. Eine Aufschlüsselung nach Regionen zeigt, daß die Exporte in die beiden Hauptabsatzmärkte Japans, die USA und den Fernen Osten (von denen 1981 jeder einen Anteil von 26% an den japanischen Gesamtexporten hatte), im Jahr 1982 um 6 bzw. 10% zurückgingen.

Die Verbesserung, die seit 1980 in der Leistungsbilanz der *Niederlande* zu beobachten war, hielt im letzten Jahr an, wenngleich der weitaus größte Teil des Überschusses von \$ 3,4 Mrd. in der ersten Jahreshälfte anfiel. Der Handelsüberschuß hielt sich mit \$ 3,9 Mrd. auf dem Niveau von 1981, während das Defizit bei den unsichtbaren Leistungen um \$ 0,5 Mrd. schrumpfte – dank eines höheren Überschusses bei den Transporteinnahmen und geringerer Defizite bei den Faktoreinkommen gegenüber dem Ausland und den Nettoübertragungen. Das Exportvolumen ging im gesamten Jahr um nahezu 1% zurück, bedingt durch die deutliche Reduzierung im Energiebereich. Das Importvolumen, das 1981 vor allem wegen des beträchtlichen Vorratsabbaus um 7% gefallen war, ging 1982 weiter um ½% zurück, etwas weniger, als es der Reduzierung der Inlandsnachfrage entsprach.

Der Ertragsbilanzüberschuß der *Schweiz* stieg 1982 um \$ 0,8 auf 3,4 Mrd. Eine Verbesserung der Terms of trade um 5% war der Hauptgrund für die Reduzierung des Handelsdefizits auf \$ 1,5 Mrd. Die Handelsvolumen gingen deutlich zurück, wobei sich die realen Exporte mit 4½% doppelt so stark wie die realen Importe abschwächten. Das geringere Importvolumen entsprach dem konjunkturellen Nachfragerückgang, der sich im Vergleich zu anderen Ländern spät einstellte und alle Arten von Importen mit Ausnahme der Konsumgüter betraf. Die Verringerung des Exportvolumens war eine wichtige Komponente des Rückgangs des Sozialprodukts um 1,7% im Jahr 1982, da nahezu ein Drittel der Produktion exportiert wird.

In *Italien* reduzierte sich das Leistungsbilanzdefizit von \$ 8,1 Mrd. 1981 auf \$ 5,5 Mrd. im letzten Jahr. Der größte Teil dieser Verbesserung ging auf das Konto der Handelsbilanz, deren Defizit um \$ 2,7 auf 7,9 Mrd. sank, verursacht durch eine 4prozentige Verbesserung der Terms of trade. Der Überschuß bei den unsichtbaren Leistungen, der 1981 vor allem aufgrund höherer Zinszahlungen stark zurückgegangen war, hat sich 1982 nur wenig verändert. Über das gesamte Jahr betrachtet war das Volumen der Exporte etwa so groß wie 1981, wobei im Verlauf gesehen auf eine erhebliche Zunahme um 13% in der ersten Jahreshälfte ein Rückgang um 9% im zweiten Halbjahr folgte.

Das Importvolumen, das 1981 um nahezu 9% geschrumpft war, erholte sich 1982 leicht, wenngleich die Wirtschaftstätigkeit im Inland über das gesamte Jahr betrachtet geringfügig schwächer ausfiel. Die Steigerung der realen Importe konzentrierte sich auf die erste Hälfte des Jahres, zum Großteil wohl bedingt durch die Aufhebung der Importdepotregelungen im Februar. In der zweiten Jahreshälfte, als die Industrieproduktion – auf Jahresrate hochgerechnet – um über 10% abnahm, lag das Volumen der Importe um 10% unter dem Niveau des ersten Halbjahres.

Die Verbesserung der Leistungsbilanz der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion*, die 1981 begonnen hatte, setzte sich im letzten Jahr mit einem weiteren Rückgang des Defizits auf \$ 3 Mrd. fort. Sowohl die Handelsbilanz als auch die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz verbesserten sich um \$ 0,8 bzw. 0,4 Mrd. Obwohl diese Volkswirtschaft die höchste Außenhandelsverflechtung innerhalb der Zehnergruppe aufweist – und damit besonders anfällig gegenüber Veränderungen in der Entwicklung des Welthandels ist – und obwohl sie eine industrielle Struktur besitzt, die relativ rezessionsempfindlich ist (z.B. ihre Eisen- und Stahlindustrie), ist es Belgien gelungen, in jedem der letzten drei Jahre sein Exportvolumen auszudehnen. Erreicht wurde dies teilweise durch Verbesserungen der Exportrentabilität, teilweise als Folge der Nachfragebeschränkung im Inland, die die Produktion in den Exportsektor umlenkte. Im Jahr 1982 stiegen die Exporte vor allem aufgrund der besseren Ergebnisse auf dem amerikanischen Markt dem Volumen nach um fast 2%, während das Wachstum der gesamten Importe minimal blieb.

Kapitalverkehrsbilanzen. Die Kapitalverkehrsbilanzen der Länder der Zehnergruppe wiesen im letzten Jahr drei wesentliche Merkmale auf. Zum einen wurden in den USA fortgesetzte massive Nettokapitalabflüsse aus dem Bankensystem begleitet von sogar noch größeren Kapitalzuflüssen im privaten Nichtbankensektor, einschließlich nichterfaßter Zuflüsse in bisher nicht gekanntem Ausmaß. Ein wesentlicher Teil der letztjährigen Kapitalzuflüsse in die USA kam aus anderen größeren Industrieländern. Tatsächlich lag die zweite hervorstechende Entwicklung im Grundmuster der Kapitalströme in dem hohen Umfang der Kapitalabflüsse aus dem privaten Nichtbankensektor Japans, Deutschlands, der Schweiz, der Niederlande und Großbritanniens, Ländern also, die sich in einer vergleichsweise günstigen Leistungsbilanzposition befanden. In Japan und Großbritannien erreichten die Abflüsse eine solche Größenordnung, daß es trotz erheblicher Leistungsbilanzüberschüsse zu einer deutlichen Verschlechterung der offiziellen Nettowährungsreserven dieser Länder kam. Demgegenüber lag das dritte Hauptmerkmal darin, daß die Behörden von vier Ländern mit erheblichen Zahlungsdefiziten aus der Leistungsbilanz

Zehnergruppenländer: Kapitalströme und Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven 1981/82

	Jahr	Öffentlicher Sektor ¹	Privater Sektor			Statistisch erfaßte Kapitalströme insgesamt	Restposten	Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven ²
			Insgesamt	Kurzfristiger Kapitalverkehr des Bankensektors	Sonstige			
Milliarden US-Dollar								
Belgien-Luxemburg ...	1981	6,4	- 4,8	- 3,7 ³	- 1,1	1,6	- 0,1	2,7
	1982	5,5	- 3,5	- 3,2 ³	- 0,3	2,0	0,0	1,0
Deutschland (BR)	1981	8,0	- 3,7	- 4,2	0,5	4,3	1,3	0,9
	1982	2,1	- 4,2	3,5	- 7,7	- 2,1	0,1	- 1,2
Frankreich	1981	- 0,9	3,0	8,0	- 5,0	2,1	- 2,3	5,0
	1982	2,3	5,4	2,2	3,2	7,7	- 0,9	5,2
Großbritannien	1981	- 3,6	- 15,3	1,5 ³	- 16,8	- 18,9	1,2	5,1
	1982	- 0,0	- 1,8	10,0 ³	- 11,8	- 1,8	- 7,8	2,9
Italien	1981	4,4	4,3	- 1,3	5,6	8,7	- 0,6	- 0,0
	1982	2,3	- 1,9	- 2,3	0,4	0,4	0,9	4,2
Japan	1981	- 1,4	0,4	6,4	- 6,0	- 1,0	0,5	- 4,2
	1982	- 1,7	- 14,9	0,0	- 14,9	- 16,6	4,7	5,0
Kanada	1981	6,2	6,9	16,2	- 9,3	13,1	- 7,6	- 1,0
	1982	6,6	- 7,3	- 4,3	- 3,0	- 0,7	- 2,0	0,6
Niederlande	1981	- 0,2	- 2,7	- 0,6	- 2,1	- 2,9	- 0,8	0,7
	1982	- 0,0	- 1,6	2,5	- 4,1	- 1,6	- 0,0	- 1,9
Schweden	1981	1,3	2,0	1,3	0,7	3,3	- 0,3	- 0,3
	1982	2,4	0,8	0,4	0,4	3,2	0,2	- 0,0
Schweiz	1981	.	- 5,1	4,0 ³	- 9,1	- 5,1	2,7	- 0,2
	1982	.	- 10,2	2,1 ³	- 12,3	- 10,2	7,4	- 0,6
USA	1981	- 5,4	- 25,7	- 43,3 ³	17,6	- 31,1	25,8	0,8
	1982	- 5,8	- 26,0	- 43,8 ³	17,8	- 31,8	41,9	- 1,9

¹ Enthält nur langfristige Kapitalströme. ² Ausgenommen SZR-Zuteilungen und Bewertungsänderungen; negatives Vorzeichen bezeichnet Verbesserungen. ³ Einschließlich langfristiger Kapitalverkehr des Bankensektors.

vor der Notwendigkeit standen, diese Defizite durch Verschuldung im Ausland sowie – in einigen Fällen – durch Rückgriff auf ihre Währungsreserven zu finanzieren.

Was die Entwicklungen in einzelnen Ländern angeht, so zeigte die Kapitalverkehrsbilanz der *Vereinigten Staaten* im letzten Jahr in fast allen Punkten bemerkenswert geringe Veränderungen. In der Tat waren drei große Gruppen zusammengefaßter Kapitalströme – die offiziellen Nettokapitalabflüsse von \$ 5,8 Mrd., die Nettozuflüsse im privaten Nichtbankensektor von \$ 17,8 Mrd. und die Nettoabflüsse über den Bankensektor mit \$ 43,8 Mrd. – gegenüber 1981 weitgehend unverändert. Der Restposten jedoch, der wohl hauptsächlich aus nichtidentifizierten Kapitalzuflüssen besteht, überstieg den bereits hohen Wert von \$ 25,8 Mrd. im Jahr 1981, erreichte 1982 die bisher nicht gekannte Höhe von \$ 41,9 Mrd. und glich damit im großen und ganzen die Verschlechterung der Leistungsbilanz aus.

Die sehr hohen Kapitalzuflüsse des privaten Nichtbankensektors in den USA waren auf drei Ursachen zurückzuführen: die Unterschiede im Zinsniveau, die in der ersten Jahreshälfte besonders hoch waren; die internationale Verschuldungskrise und die damit zusammenhängenden Befürchtungen hinsichtlich der Stabilität des

internationalen Bankensystems, die in der zweiten Jahreshälfte zu erheblichen Kapitalzuflüssen in den USA führten; und die günstigen Wechselkurserwartungen aufgrund der Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten während der ersten zehn Monate des Jahres 1982.

Die aggregierten Zahlen verdecken allerdings einige bemerkenswerte Veränderungen im Kapitalverkehr des privaten Sektors der USA. Während der Nettozufluß bei den Direktinvestitionen mit \$ 11,6 nur um 1 Mrd. niedriger lag als 1981, kam es zwischen seinen einzelnen Komponenten zu erheblichen Verlagerungen. Der Saldo der Direktinvestitionen von in den USA Ansässigen, der 1981 einen Kapitalabfluß von \$ 8,7 Mrd. ausgewiesen hatte, zeigte zum ersten Mal in der Nachkriegsgeschichte einen Zufluß von \$ 2,2 Mrd., der hauptsächlich auf Bewegungen innerhalb des Unternehmenssektors zurückzuführen war. Wie bereits im letzten Jahresbericht erwähnt wurde, resultieren diese Zuflüsse aus der Auslandsverschuldung amerikanischer Unternehmen (teilweise auf dem Euroanleihemarkt) über ihre ausländischen Tochtergesellschaften. Tatsächlich kann mehr als die Hälfte des Umschwungs bei den US-Direktinvestitionen auf eine Zunahme der Finanzierungen über Tochtergesellschaften auf den Niederländischen Antillen zurückgeführt werden. Die ausländischen Nettodirektinvestitionen in den USA fielen von dem außergewöhnlich hohen Wert von \$ 21,3 Mrd. 1981 auf \$ 9,4 Mrd. zurück, was im wesentlichen niedrigere Zuflüsse aus den EG-Ländern und Kanada widerspiegelte. Portfolioumschichtungen, die 1981 zu einem Nettozufluß von \$ 3,1 Mrd. geführt hatten, ergaben einen Nettokapitalabfluß von \$ 0,9 Mrd., der vor allem auf den stark gestiegenen Erwerb ausländischer Wertpapiere durch US-Einwohner in der zweiten Jahreshälfte zurückzuführen ist. Dies wurde jedoch bis zu einem gewissen Grad aufgewogen durch die Käufe von Schatzwechseln und -anweisungen durch Gebietsfremde, die zu kurzfristigen Nettokapitalzuflüssen von \$ 6 Mrd. führten, deutlich mehr als die 1981 verzeichneten \$ 1,5 Mrd.

Die Nettokapitalabflüsse über das Bankensystem – die in Kapitel VI untersucht werden – beliefen sich auf \$ 43,8 Mrd. und bewegten sich damit auf dem Niveau von 1981. Während die Nettoströme ziemlich gleich auf die beiden Jahreshälften verteilt waren, schwächte sich das Wachstum der Forderungen und Verbindlichkeiten in den letzten sechs Monaten erheblich ab.

Das Zusammentreffen sehr großer Nettokapitalabflüsse über den Bankensektor und noch darüber hinausgehender Zuflüsse im privaten Nichtbankensektor unterstreicht die Bedeutung der USA als Mittler zwischen Ersparnissen und Investitionen in anderen Teilen der Welt. Die umstehende Tabelle, die die regionale Verteilung der privaten Kapitalströme zwischen den USA und der übrigen Welt in den letzten Jahren enthält, zeigt drei bedeutsame Entwicklungen.

Erstens kehrte sich der Saldo des privaten Kapitalverkehrs (ohne Engagement von Gebietsfremden in Wertpapieren des US-Schatzamts, aber einschließlich nichtidentifizierter Zuflüsse) mit den größeren Industrieländern (Westeuropa, Kanada und Japan) von einem Nettokapitalabfluß von \$ 28,4 Mrd. in 1980 in einen Nettokapitalzufluß von \$ 1,6 Mrd. 1982. Diese Veränderung vollzog sich hauptsächlich in den Direktinvestitionen, dem Kapitalverkehr des Bankensektors und den nichterfaßten Kapitalströmen, während die sonstigen Kapitalströme des

USA: Regionale Verteilung der Nettokapitalströme des privaten Sektors 1980–82¹

	Jahr	Alle Länder	West-europa und Kanada	Japan	Latein-amerika	Asien und Afrika ²	Übrige Länder ³
Gesamter privater Kapitalverkehr (netto)	1980	- 7,5	-37,5	9,1	-12,3	36,2	- 3,0
	1981	- 3,0	-22,8	14,3	-19,9	29,4	- 4,0
	1982	8,9	-14,6	16,2	- 6,1	15,1	- 1,7
Statistisch erfaßte Kapitalströme	1980	-36,4	-26,6	- 0,3	-22,9	14,6	- 1,2
	1981	-28,8	-25,7	1,9	-12,8	9,5	- 1,7
	1982	-33,0	-17,0	- 3,2	-13,6	- 3,1	3,9
<i>darunter:</i>							
Direktinvestitionen	1980	- 5,6	- 6,0	0,7	- 1,2	2,0	- 1,1
	1981	12,6	10,1	2,2	1,4	- 0,1	- 1,0
	1982	11,6	5,5	1,8	6,1	- 2,0	0,2
Sonstige Ströme des Nichtbankensektors	1980	5,3	3,9	- 0,7	- 0,2	1,3	1,0
	1981	1,9	3,5	0,1	0,0	- 0,9	- 0,8
	1982	- 0,8	2,5	- 0,9	1,6	- 3,1	- 0,9
Ströme des Bankensektors ..	1980	-36,1	-24,5	- 0,3	-21,5	11,3	- 1,1
	1981	-43,3	-39,3	- 0,4	-14,2	10,5	0,1
	1982	-43,8	-25,0	- 4,1	-21,3	2,0	4,6
Statistisch nicht erfaßte Kapitalströme ⁴	1980	28,9	-10,9	9,4	10,6	21,6	- 1,8
	1981	25,8	2,9	12,4	- 7,1	19,9	- 2,3
	1982	41,9	2,4	19,4	7,5	18,2	- 5,6

¹ Ausgenommen Engagements von Gebietsfremden in Wertpapieren des US-Schatzamts. ² Ausgenommen Japan und Südafrika. ³ Enthält internationale Organisationen und nichtzugeordnete Ströme. ⁴ Entspricht dem Restposten.

Nichtbankensektors, die hauptsächlich aus Portfoliotransaktionen und Krediten bestehen, nur geringe Veränderungen aufwiesen. Zweitens kamen von 1980 auf 1981 die bei weitem größten Kapitalzuflüsse aus den Entwicklungsländern Afrikas und Asiens, die nicht nur erhebliche Beträge bei US-Banken plazierten, sondern auch der Ausgangspunkt für einen Großteil der nichtidentifizierten Kapitalzuflüsse in die USA waren. Es ist wahrscheinlich, daß ein erheblicher Teil dieser Zuflüsse aus den ölexportierenden Ländern in diesen Regionen stammte. Da jedoch viele OPEC-Investitionen zu den offiziellen Strömen zählen würden, die nicht in dieser Tabelle enthalten sind, gehörte offenbar auch eine Anzahl anderer Länder aus diesen Gebieten zu den Nettokapitalexporturen in die USA. Im Jahr 1982 fielen die gesamten privaten Nettokapitalzuflüsse in die USA aus Asien und Afrika um fast 50% auf \$ 15,1 Mrd., was zweifellos in Verbindung mit der Abschwächung der Leistungsbilanzüberschüsse der OPEC-Länder zu sehen ist. Der größte einzelne Kapitalgeber der USA 1982 war Japan, wo das Zinsniveau im internationalen Vergleich der Industriestaaten mit am niedrigsten lag. Drittens waren die amerikanischen Banken wichtige Kapitalgeber für die lateinamerikanischen Länder, in einer Größenordnung, die bis zum letzten Jahr die Kapitalexporte anderer Formen aus diesen Ländern in die USA bei weitem übertraf. Im Jahr 1982 gab es allerdings einen sehr starken Rückgang der Nettokapitalabflüsse in diese Region, der vermutlich mit der Flucht inländischen Kapitals aus lateinamerikanischen Ländern aufgrund der schwerwiegenden Probleme der Auslandsverschuldung zusammenhing.

Die ungewöhnliche Höhe der Nettokapitalabflüsse aus dem US-Bankensektor in den letzten Jahren wie auch der Nettokapitalzuflüsse aus anderen privaten Quellen (einschließlich nichtidentifizierter Zuflüsse) wirft die Frage auf, inwieweit Kapitalströme dieser Größenordnung wünschenswert sind. Offenbar sind die Kapitalzuflüsse in die USA – obwohl sie bis zu einem gewissen Grad lediglich eine Zurückleitung (innerhalb der Konten des Unternehmenssektors) von Ausleihungen von US-Banken an ausländische Töchter inländischer Unternehmen darstellen – zur wesentlichen Ursache der anhaltenden Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten geworden. Bei dem vorliegenden Umfang der Kapitalzuflüsse im Nichtbankensektor wäre jedoch die Aufwertung des Dollars sogar noch größer ausgefallen, wenn es die hohen Nettokapitalabflüsse über den Bankensektor nicht gegeben hätte. Auf der anderen Seite waren diese Kapitalabflüsse gleichbedeutend mit einem erheblichen Zuwachs des internationalen Engagements der US-Banken in einer Größenordnung, die zukünftig vielleicht nicht haltbar ist.

Unter den Ländern mit erheblichen Kapitalabflüssen des privaten Sektors erlebte *Japan* 1982 die größte Verschlechterung der Kapitalverkehrsbilanz. Die gesamten identifizierten Nettokapitalabflüsse stiegen von \$ 1 Mrd. in 1981 auf nicht weniger als \$ 16,6 Mrd., wovon ein großer Teil in die USA floß. Die Nettoabflüsse über den privaten Sektor – ausgenommen der kurzfristige Kapitalverkehr der Banken – stiegen besonders stark von \$ 6 auf 14,9 Mrd., wobei eine Zunahme der Nettoexporte von langfristigem Kapital in Höhe von \$ 5,1 Mrd. einbezogen ist. Darüber hinaus versiegten im letzten Jahr die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse über den Bankensektor, die 1981 insgesamt \$ 6,4 Mrd. betragen hatten, da Nettozuflüssen von \$ 2,4 Mrd. in der ersten Jahreshälfte Nettoabflüsse in gleicher Höhe in den letzten sechs Monaten gegenüberstanden. Infolgedessen nahmen die offiziellen Nettowährungsreserven, die sich 1981 um \$ 4,2 Mrd. erhöht hatten, im letzten Jahr um \$ 5 Mrd. ab – trotz eines positiven Restpostens von \$ 4,7 Mrd. und eines Anstiegs des Leistungsbilanzüberschusses.

Die höheren Abflüsse von langfristigem Kapital aus dem privaten Sektor im letzten Jahr waren hauptsächlich auf zwei Faktoren zurückzuführen. Einerseits fielen die Nettozuflüsse bei den Portfolioinvestitionen 1982 im Vergleich zu 1981 von \$ 4,4 auf 2,1 Mrd. In *Japan* Ansässige erhöhten ihre Nettokäufe von ausländischen Wertpapieren gegenüber 1981 um \$ 1 Mrd., und die mit \$ 11,9 Mrd. immer noch sehr beträchtlichen Käufe japanischer Wertpapiere durch Gebietsfremde waren etwas geringer als 1981. Andererseits gab es einen Zuwachs der langfristigen Nettoausleihungen japanischer Finanzinstitute an das Ausland um \$ 2,8 Mrd., der die Anziehungskraft der Yenzinssätze für ausländische Schuldner widerspiegelte.

In *Deutschland* wurde 1982 der massive Umschwung in der Leistungsbilanz durch eine entgegengesetzte Bewegung im Kapitalverkehr ausgeglichen. Die gesamten erfaßten Kapitalströme kehrten sich von einem Nettozufluß von \$ 4,3 Mrd. 1981 in einen Nettoabfluß von \$ 2,1 Mrd., mit der Folge, daß sich die offiziellen Nettowährungsreserven trotz der Erfolge in der Leistungsbilanz nur mäßig ausweiteten. Ein erheblicher Teil der Veränderungen im Saldo der identifizierten Kapitalströme war darauf zurückzuführen, daß wegen der Verbesserungen der Leistungsbilanz die direkte und indirekte Auslandsverschuldung des öffentlichen Sektors auf

\$ 3,8 Mrd. (d.h. die Hälfte des Stands von 1981) zurückgeführt wurde. Die langfristigen Nettokapitalabflüsse über den privaten Sektor haben sich im letzten Jahr mit insgesamt \$ 8,9 Mrd. mehr als verdoppelt, wobei ein Teil dieses Betrags wohl die Attraktivität der Dollarinvestitionen widerspiegeln dürfte. Tatsächlich zeigt eine regionale Aufgliederung der Kapitalverkehrsdaten, daß 1982 die langfristigen privaten Kapitalabflüsse in die USA \$ 2,5 Mrd. betragen und sich damit seit 1981 verfünffacht haben. Darüber hinaus sanken die Nettozuflüsse kurzfristigen Kapitals im Nichtbankensektor im letzten Jahr um \$ 3,7 auf 1,1 Mrd., während die Banken in der Größenordnung von netto \$ 3,5 Mrd. Kapital importierten. Die letztgenannten Veränderungen scheinen mit dem Rückgang der kurzfristigen DM-Zinsen verbunden zu sein, der die Anreize für die Banken reduzierte, deutschen Unternehmen über ihre ausländischen Tochterinstitute Kredite zu gewähren.

In den *Niederlanden* haben sich die Nettokapitalabflüsse im privaten Sektor – ausgenommen die kurzfristigen Bankenströme – 1982 erheblich von \$ 2,1 auf 4,1 Mrd. erhöht. Eine Zunahme der Käufe ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige wog praktisch den 1981 verzeichneten Nettozufluß aus Portfolio-transaktionen von \$ 1,1 Mrd. auf; außerdem war eine Erhöhung der langfristigen Nettoausleihungen des Bankensektors an das Ausland zu verzeichnen. Auf der anderen Seite kehrte sich der Saldo des kurzfristigen Kapitalverkehrs der Banken von einem Nettoabfluß von \$ 0,6 Mrd. 1981 in einen Nettozufluß von \$ 2,5 Mrd. im Jahr 1982. Da ferner der im Jahr 1981 verzeichnete negative Restposten verschwand, ergab sich 1982 eine Erhöhung der offiziellen Nettowährungsreserven um \$ 1,9 Mrd.

In der *Schweiz* verdoppelten sich die identifizierten Kapitalabflüsse im Jahr 1982 auf \$ 10,2 Mrd. Die Zunahme ergab sich aus höheren Nettoportfolioinvestitionen im Ausland und niedrigeren Nettozuflüssen des Bankensektors. Gleichzeitig stiegen die nichtidentifizierten Kapitalzuflüsse um \$ 4,7 Mrd., und die offiziellen Nettowährungsreserven – ausgenommen Dollarswaps zwischen Geschäftsbanken und Nationalbank – erhöhten sich leicht.

Für *Großbritannien* war 1982 das dritte aufeinanderfolgende Jahr, in dem es zu sehr hohen Abflüssen von langfristigem privatem Kapital kam. Damit setzte sich der Prozeß der Portfoliodiversifikation fort, der nach der Abschaffung der Devisenkontrollen gegen Ende des Jahres 1979 begonnen hatte. Die langfristigen Nettokapitalexporte von Nichtbanken beliefen sich insgesamt auf \$ 14,2 Mrd. und erhöhten damit den kumulierten Betrag dieser Kapitalabflüsse seit 1979 auf fast \$ 41 Mrd. Die wesentliche Komponente dieser langfristigen Abflüsse waren im letzten Jahr die Nettokäufe ausländischer Wertpapiere durch Inländer in Höhe von \$ 10,2 Mrd., die \$ 1,6 Mrd. höher lagen als 1981. Neben den fortgesetzten Kapitalabflüssen aus dem privaten Nichtbankensektor war auch die Sterlingkreditgewährung der Banken an Gebietsfremde mit \$ 5,6 Mrd. wiederum beträchtlich. Trotzdem stiegen jedoch die gesamten Nettokapitalzuflüsse im Bankensektor um mehr als das Sechsfache auf \$ 10 Mrd. Dies war im wesentlichen ein Ergebnis der erheblich höheren Fremdwährungsverschuldung der britischen Banken zur Finanzierung ihrer Sterlingausleihungen an den privaten Sektor. Es gab im Verlauf des Jahres 1982 zwei Perioden, in denen das Pfund Sterling stark unter Druck geriet: zuerst während der

Falklandkrise und danach gegen Jahresende. Diese Einflüsse trugen sowohl zu einer erheblichen Verlagerung im Saldo der nichtidentifizierten Transaktionen von 1981 auf 1982 bei, als sich ein Nettoabfluß von \$ 7,8 Mrd. ergab, wie auch zur Verringerung der offiziellen Nettoreserveposition um \$ 2,9 Mrd. im letzten Jahr, die fast ausschließlich aus dem Abbau von Devisenreserven resultierte.

In *Kanada* wurde die Bewegung hin zu einem Leistungsbilanzüberschuß im letzten Jahr begleitet von einer Reduzierung der Nettoabflüsse aus dem privaten Sektor (ohne kurzfristige Bankenströme) in Höhe von \$ 6,3 Mrd. und einem Umschwung von \$ 20,5 Mrd. von kurzfristigen Nettozuflüssen zu kurzfristigen Nettoabflüssen über das Bankensystem. Diese beiden Veränderungen hatten hauptsächlich mit der Tatsache zu tun, daß die kanadische Übernahme ausländischer Gesellschaften im Energiesektor 1981 zu einem sehr hohen Niveau der Nettodirektinvestitionen im Ausland wie auch der Nettoverschuldung des Bankensektors zur Finanzierung dieser Übernahmen geführt hatte. Da im letzten Jahr keine solchen Übernahmen mehr stattfanden, sanken die Nettoabflüsse für Direktinvestitionen von \$ 8,8 auf 1 Mrd., während die Rückzahlung von Teilen der sehr großen Fremdwährungsschulden der Banken, die die Übernahmen finanzierten, den Saldo der kurzfristigen Kapitalströme des Bankensektors umkehrte. Alle anderen wesentlichen Gruppen von Kapitalströmen änderten sich 1982 nur wenig.

In *Frankreich* wurde die Finanzierung des vergrößerten Leistungsbilanzdefizits durch höhere Nettozuflüsse sowohl über den öffentlichen wie auch den privaten Sektor gesichert. Die offiziell genehmigungspflichtige Nettoauslandsverschuldung war mit \$ 12 Mrd. rund doppelt so hoch wie 1981. Darüber hinaus sanken die Nettoabflüsse aus anderen langfristigen Kapitaltransaktionen von \$ 10 auf 7,6 Mrd. Auf der anderen Seite war der Rückgang der Nettozuflüsse von kurzfristigem Kapital im Bankensektor im letzten Jahr sehr ausgeprägt, während der negative Restposten kleiner wurde. Ein beträchtlicher Teil des letztjährigen Leistungsbilanzdefizits wurde also aus Reserven finanziert; der Abbau der offiziellen Nettoreserveposition um \$ 5,2 Mrd. war praktisch genauso hoch wie im Jahr 1981.

In der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion* gab es trotz der Verbesserung der Leistungsbilanz im letzten Jahr wiederum relativ hohe Nettoabflüsse von privatem Kapital, von denen \$ 0,3 Mrd. auf den Nichtbankensektor und \$ 3,2 Mrd. auf die Banken entfielen (die letztgenannte Zahl enthält nicht die Verschuldung der Banken im Auftrag der belgischen Regierung). Die Behörden mußten sich deshalb ein weiteres Mal in beträchtlichem Ausmaß (insgesamt mit \$ 5,5 Mrd.) im Ausland verschulden, teilweise direkt, teilweise über das belgische Bankensystem. Der Rückgang der Nettoreserven war mit \$ 1 Mrd. erheblich geringer als im Jahr 1981.

In *Italien* wurde die Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits um \$ 2,6 Mrd. mehr als aufgewogen durch einen sehr großen Rückgang der gesamten identifizierten Nettozuflüsse von Kapital; die offizielle Nettoreserveposition verschlechterte sich deutlich um \$ 4,2 Mrd. Die Nettoauslandsverschuldung der Zentralregierung, die 1981 mehr als die Hälfte des Leistungsbilanzdefizits finanziert hatte, fiel 1982 um \$ 2,1 auf 2,3 Mrd. Der Saldo der privaten Kapitalströme kehrte sich von Nettozuflüssen in Höhe von \$ 4,3 Mrd. 1981 in Nettoabflüsse von \$ 1,9 Mrd. im Jahr 1982. Dies war zurückzuführen auf eine Reduzierung der Zuflüsse aus langfristiger

Nettoauslandsverschuldung um \$ 2,2 Mrd., einen Abbau der Handelskredite um \$ 2,9 Mrd. und eine Erhöhung der kurzfristigen Nettokapitalabflüsse des Bankensektors um \$ 1 Mrd.

In *Schweden* glichen die Nettokapitalzuflüsse im Jahr 1982 die Verschlechterung der Leistungsbilanz praktisch aus, so daß die offizielle Nettoreserveposition über das gesamte Jahr gesehen unverändert blieb. Die langfristige Nettoverschuldung der Zentralregierung wurde 1982 um \$ 1,3 auf 2,6 Mrd. erhöht, so daß einige Rückzahlungen von Auslandsschulden anderer öffentlicher Institutionen wie auch eine geringe Reduzierung der Nettozuflüsse des privaten Sektors mehr als ausgeglichen wurden.

VI. INTERNATIONALE KREDIT- UND ANLEIHEMÄRKTE

Schwerpunkte

Das Jahr 1982 war von steigenden Anspannungen des internationalen Bankensektors durch sich häufende Zahlungsschwierigkeiten einer Reihe wichtiger Schuldnerländer und von wachsender Zurückhaltung der Banken gegenüber einer Verstärkung ihres Engagements in diesen Ländern geprägt. Diese Entwicklung führte zusammen mit einer schwächeren Nachfrage nach internationalen Krediten in den Industrieländern und einer Verlagerung der internationalen Mittelaufnahme der Unternehmen auf die Anleihemärkte zu einer wesentlichen Abschwächung des Wachstums der internationalen Bankkredite. Gleichzeitig verzeichnete das Volumen neuer internationaler Anleiheemissionen einen noch nie dagewesenen Zuwachs, da das hohe Niveau der Dollarzinssätze, die Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten und die Erwartung von Kapitalgewinnen die Nachfrage nach solchen Papieren erhöhten.

Das weiterhin sehr hohe Realzinsniveau führte im Verein mit der sich in den Industrieländern verschärfenden Rezession mit ihren dämpfenden Auswirkungen auf die Ausfuhrmengen und -preise der Entwicklungsländer zu einer ernststen Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Zahlungsposition und Verschuldungssituation einer großen Zahl von Schuldnerländern. Vor diesem Hintergrund löste im Spätsommer 1982 die außenwirtschaftliche Zahlungskrise Mexikos, des größten Schuldnerlandes im internationalen Bankensystem, eine weitere deutliche Schwächung des Marktvertrauens aus. Hatte sich in der ersten Hälfte des Jahres 1982 die Neukreditvergabe der Banken an Entwicklungsländer noch recht gut gehalten, so fiel sie in der zweiten Jahreshälfte unvermittelt steil ab.

Tatsächlich kam der automatische Fluß von Bankkrediten zu einer breiten Gruppe von Ländern vor allem in Lateinamerika, die einen großen Teil der internationalen Verschuldung gegenüber Banken auf sich vereinigt, in den letzten Monaten des Jahres faktisch zum Stillstand. Es bedurfte massiver offizieller Stützungsprogramme, die gewöhnlich an fortgesetzte Bankausleihungen geknüpft wurden, um diese Länder finanziell über Wasser zu halten und den Ausbruch einer allgemeinen internationalen Finanzkrise mit ihren unabsehbaren Folgen für die Stabilität der Weltwirtschaft zu verhindern. Die offiziellen Hilfsprogramme waren als Stützungsoperationen erfolgreich, aber eine dauerhaftere Verbesserung des internationalen Kreditklimas wird von einer erfolgreichen Anpassung in den Schuldnerländern abhängen, die ihrerseits ohne eine nachhaltige Konjunkturerholung in den Industrieländern und einen weiteren Rückgang der Realzinsen kaum möglich sein wird.

Dieses Kapitel gibt nicht nur eine detaillierte Beschreibung der letztjährigen Entwicklungen der internationalen Bankaggregate und der Situation auf den Anleihemärkten, sondern vermittelt auch einen längerfristigen Überblick über das

Anwachsen der internationalen Verschuldung gegenüber den Banken und geht auch auf einige der Fragen ein, die durch die jüngsten Schwierigkeiten und die Notwendigkeit umfangreicher offizieller Stützungsoperationen aufgeworfen wurden.

Gesamtes internationales Kreditwachstum im Jahr 1982

Die Entwicklungen in den zwei Hauptbereichen der internationalen Finanzmärkte wiesen im vergangenen Jahr deutlich voneinander abweichende Trends auf: eine ausgeprägte Verlangsamung des Wachstums der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken von \$ 265 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 174 Mrd. und eine deutliche Zunahme der Neubegabungen internationaler Anleihen von \$ 49 auf 72 Mrd. Nach der auf Schätzungen basierenden Bereinigung um Doppelzählungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken selbst, um Anleiheitilgungen und um Doppelzählungen, die sich aus der Rolle der Banken als Schuldner und Investoren auf den Emissionsmärkten ergeben (s. nachstehende Tabelle), kann

Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung):
Veränderung der Auslandsforderungen der Banken und
internationale Anleiheemissionen

	Mittelfluß bereinigt um Wechselkursveränderungen ¹				Stand Ende 1982
	1979	1980	1981	1982	
Milliarden US-Dollar					
Internationale Kreditvergabe der berichtenden Banken insgesamt ²	205,9	241,2	264,7	173,5	1686,7
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	80,9	81,2	99,7	78,5	666,7
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³	125,0	160,0	165,0	95,0	1020,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen	38,9	39,4	48,8	71,7	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe ⁴	10,9	11,4	12,3	13,2	.
B = neue internationale Anleihefinanzierung (netto)	28,0	28,0	36,5	58,5	.
A + B = neue Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt	153,0	188,0	201,5	153,5	.
abzüglich Doppelzählungen ⁵	8,0	8,0	6,5	8,5	.
Neue Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt (netto)	145,0	180,0	195,0	145,0	.

¹ Nichtdollarbankkredite werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende, Nichtdollaranleihen zu solchen zur Monatsmitte in Dollar umgerechnet. ² Banken der Zehnergruppe, der Schweiz, Österreichs, Dänemarks und Irlands sowie der Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. ³ 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 für Zwecke inländischer Kreditvergabe umwandeln oder sie dazu verwenden, unmittelbar Fremdwährungsgelder an inländische Kunden auszuleihen; 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 gewisse Doppelzählungen in diesen Schätzungen nicht ganz ausschließen lassen, ist andererseits festzustellen, daß die Statistiken Lücken aufweisen und daß die derzeit vorliegenden Zahlen nicht die gesamten internationalen Ausleihungen der Banken erfassen. ⁴ Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Schätzungen und werden hier hauptsächlich zur Illustrierung von Tatbeständen wiedergegeben. Obwohl 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. ⁵ Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

die Gesamtsumme der im vergangenen Jahr über die internationalen Märkte geleiteten Neukredite auf etwa \$ 145 Mrd. veranschlagt werden, das sind ca. \$ 50 Mrd. weniger als 1981. Diese Abschwächung des in Dollar gerechneten Wachstums der internationalen Kredite muß jedoch vor dem Hintergrund einer starken Abnahme des nationalen Preisauftriebs, sinkender Rohstoffpreise und der anhaltenden Dollaraufwertung gesehen werden, die sich zusammen in einem im Vergleich zu früheren Jahren geringeren Realwertverlust der ausstehenden Kredite und Schulden niederschlugen. Gleichzeitig führten um Null liegende oder sogar negative wirtschaftliche Wachstumsraten und eine Schrumpfung des internationalen Handels zu einem weiteren starken Anstieg des relativen Gewichts der gesamten ausstehenden internationalen Kredite und der entsprechenden Schuldendienstbelastungen.

Das internationale Bankgeschäft 1982: Entwicklung der wichtigsten Aggregate

Die Auslandsforderungen der Banken der Zehnergruppe, der Schweiz, Österreichs, Dänemarks und Irlands sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und im Fernen Osten stiegen im vergangenen Jahr, zu jeweiligen Dollarwerten gerechnet, von \$ 1 550 auf 1 687 Mrd. Wenn man die Zahlen um Bewertungseffekte aus Wechselkursveränderungen bereinigt (wie dies, sofern nicht anders angegeben, in diesem und im folgenden Abschnitt bei allen Stromgrößen durchgeführt wurde), belief sich der Zuwachs auf \$ 174 Mrd., verglichen mit \$ 265 Mrd. im Jahr 1981; dies entsprach einer Zunahme um 11,5% oder nur etwa der Hälfte der in den vorangegangenen Jahren verzeichneten Wachstumsrate. Die Zunahme war in jedem Quartal des Jahres geringer als 1981, besonders ausgeprägt war aber die Verlangsamung im vierten Quartal, als sich unter dem Einfluß wachsender Spannungen im internationalen Kreditgefüge die Auslandsforderungen der berichtenden Banken nur um \$ 33,5 Mrd. oder ein Drittel des im entsprechenden Quartal von 1981 verzeichneten Zuwachses ausweiteten. Ferner verzeichneten die nichtberichtenden Banken an den Offshore-Finanzplätzen eine deutliche Verlangsamung des Wachstums der Forderungen von geschätzten \$ 64 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 17 Mrd. (zu laufenden Dollarwerten) im vergangenen Jahr.

Die Werte der Auslandsforderungen sind wie gewöhnlich durch die Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken aufgebläht. Rechnet man diese Doppelzählungen heraus, dann können die von den internationalen Banken im vergangenen Jahr neu vermittelten Kredite auf \$ 95 Mrd. veranschlagt werden, womit sie auf einen Gesamtbetrag von \$ 1 020 Mrd. anstiegen. Auch dies war ganz erheblich weniger als das im Jahr 1981 verzeichnete Wachstum von \$ 165 Mrd.

Ein zweites Hauptmerkmal des internationalen Bankwesens im Jahr 1982 waren Verlagerungen neuer Geschäfte auf andere Plätze. Als Folge sowohl der wachsenden Bedeutung der neuen Internationalen Bankenfreizone (IBF) in den USA als auch von Vertrauensfaktoren zugunsten der USA als Ausgabeland jener Währung, auf die der Großteil der internationalen Verschuldung lautet, wurden die meisten Neugeschäfte 1982 über die USA gebucht. Demgemäß verzeichneten die Auslandsforderungen der Banken in den USA eine Zunahme von \$ 105 Mrd. oder über 40%, die somit 60% des Aktivazuwachses aller berichtenden Banken abdeckt.

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen)
der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern

	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)					Ausstehende Beträge Ende		
	1980	1981	1981	1982	1982	1979	1981	1982
		Jahr	4. Quartal	Jahr	4. Quartal			
Milliarden US-Dollar								
Forderungen								
USA	40,5	75,3	40,9	105,4	15,1	136,4	256,3	361,4
darunter: IBF	-	63,4	63,4	80,3	10,3	-	63,4	143,6
Ausländische Niederlassungen von US-Banken ¹	13,7	31,9	4,1	0,6	3,0	127,6	172,0	172,0
Europäische berichtende Länder	158,6	134,1	54,1	58,7	17,5	776,0	998,4	1023,6
davon: Großbritannien	74,9	79,9	19,2	35,2	-6,5	285,5	432,1	457,8
Frankreich	24,9	9,1	10,2	10,4	10,5	123,6	143,4	148,1
Luxemburg	13,7	6,3	1,0	5,6	2,3	80,8	88,4	90,5
Deutschland (BR)	10,2	7,4	7,2	-0,2	3,0	69,3	73,2	69,7
Schweiz	4,0	5,1	2,0	2,0	-2,3	59,1	63,1	61,5
Niederlande	9,2	7,6	0,5	0,2	-0,1	55,9	65,6	62,8
Belgien	14,1	8,8	2,0	1,1	1,1	43,0	61,5	60,3
Italien	1,8	6,4	12,3	-1,0	9,4	29,6	36,3	34,5
Sonstige ²	5,8	3,5	-0,3	5,4	0,1	29,2	34,8	38,4
Japan	18,3	20,7	0,9	7,9	-2,8	45,4	84,6	90,9
Kanada	10,1	2,7	-0,4	0,9	0,7	25,6	38,2	38,8
Insgesamt	241,2	264,7	99,6	173,5	33,5	1 111,0	1 549,5	1 686,7
Nachrichtlich: nichtberichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen ³	40,0	64,0	17,0	17,0	-4,0	135,0	239,0	256,0
Verbindlichkeiten								
USA	9,2	37,8	22,7	67,2	5,4	130,1	177,5	244,5
darunter: IBF	-	47,9	47,9	76,1	9,6	-	47,9	123,9
Ausländische Niederlassungen von US-Banken ¹	14,4	33,5	2,8	2,9	3,3	128,9	175,8	178,2
Europäische berichtende Länder	178,9	126,1	62,0	57,6	17,3	778,0	1 014,5	1 039,0
davon: Großbritannien	76,9	78,8	23,2	44,9	-5,6	302,0	447,9	482,4
Frankreich	28,2	14,9	14,6	7,8	10,3	106,2	138,8	142,5
Luxemburg	12,9	4,0	1,4	3,9	1,7	76,7	83,1	83,7
Deutschland (BR)	3,3	1,5	3,0	-0,5	2,0	77,8	68,3	65,1
Schweiz	7,3	2,7	2,9	-2,5	-1,7	38,2	45,2	40,8
Niederlande	11,7	4,7	0,9	1,0	1,6	55,4	64,9	62,8
Belgien	18,0	9,8	2,4	2,6	0,3	50,1	71,1	70,0
Italien	9,6	4,4	13,2	-4,3	7,1	38,1	49,0	43,5
Sonstige ²	11,0	5,3	0,4	4,7	1,6	33,5	46,2	48,2
Japan	28,8	21,7	1,8	0,8	-7,3	50,5	100,4	100,0
Kanada	11,0	18,0	1,6	-3,5	-1,2	32,8	62,6	58,7
Insgesamt	242,3	237,1	90,9	125,0	17,5	1 120,3	1 530,8	1 620,4
Nachrichtlich: nichtberichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen ³	39,0	62,0	18,0	17,0	-3,0	125,0	226,0	243,0

¹ Auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. ² Österreich, Dänemark, Irland und Schweden.
³ Schätzungen, zu laufenden Wechselkursen, für die nichtberichtenden Banken an den fünf wichtigen Offshore-Finanzplätzen und für alle Banken in Bahrain, Libanon und auf den Niederländischen Antillen.

Die Auslandsforderungen allein der IBF stiegen um \$ 80 Mrd. auf insgesamt \$ 144 Mrd., während die konventionellen Auslandsforderungen der Banken in den USA um etwa \$ 25 Mrd. zunahmen.

Wie zu erwarten war, wirkte sich die zunehmende Bedeutung der IBF hauptsächlich auf die über Offshore-Finanzplätze verbuchten Geschäfte aus, so daß die

Auslandsforderungen der Niederlassungen von US-Banken an den wichtigsten Off-shore-Finanzplätzen des karibischen Raums und Fernen Ostens im Jahr 1982 fast keinen Zuwachs aufwiesen. Nachdem ein beträchtlicher Teil ihrer ausstehenden Kredite über die IBF umgebucht wurde, erhöhten sich ihre Forderungen an die USA um \$ 12 Mrd., während jene gegenüber den OPEC- und Nicht-OPEC-Entwicklungsländern und gegenüber Osteuropa um fast denselben Betrag abnahmen.

Die Banken in den berichtenden europäischen Ländern verzeichneten eine sehr beträchtliche Abschwächung des Wachstums ihrer Auslandsforderungen von \$ 134 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 59 Mrd., was teilweise ebenfalls auf die wachsende Bedeutung der IBF zurückzuführen war. Diese Abschwächung betraf vor allem die Neuausleihungen in Fremdwährungen, die um fast zwei Drittel auf \$ 39 Mrd. schrumpften, während die Neuvergabe von Auslandskrediten in Landeswährung, die zum Großteil handelsbezogen sind, sich weiterhin fast im gleichen Tempo wie 1981, nämlich um insgesamt \$ 19 Mrd., ausweitete. Was die einzelnen europäischen Berichtsländer betrifft, so entfielen auf die Banken in Großbritannien \$ 35 Mrd. oder 60% des gesamten Wachstums der Auslandsforderungen im Jahr 1982. Der Großteil des verbleibenden Zuwachses teilte sich auf die Banken in Frankreich (+ \$ 10,5 Mrd.) und Luxemburg (+ \$ 5,5 Mrd.) auf. Die Auslandsforderungen in Fremdwährung der Banken in einer Reihe von anderen europäischen Ländern wie Deutschland, Italien, den Niederlanden und der Schweiz gingen sogar zurück; diese Verringerung wurde aber durch neu vergebene Auslandskredite in Landeswährung teilweise und in einigen Fällen mehr als ausgeglichen.

Außerhalb Europas und der USA verzeichneten die Banken in Japan eine sehr beträchtliche Verlangsamung der Neuvergabe von Auslandskrediten in Fremdwährung von \$ 15,5 Mrd. im Jahr 1981 auf knapp \$ 3 Mrd., während ihre neuen Auslandskredite in Landeswährung mit ca. \$ 5 Mrd. ungefähr den gleichen Betrag wie 1981 erreichten.

Was die Währungszusammensetzung des neuen internationalen Bankgeschäfts betrifft, so hatte die größere Bedeutung der USA als internationales Finanzzentrum, wo der Großteil des internationalen Geschäfts auf Dollar lautet, zur Folge, daß 1982 fast drei Viertel der Neuvergabe von Auslandskrediten vom Standort der durchführenden Bank aus gesehen in Landeswährung getätigt wurden. Entsprechend beschleunigten sich die Dollarausleihungen aus den USA von \$ 74 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 103 Mrd., während das außerhalb der USA abgewickelte neue Eurodollargeschäft von \$ 118 Mrd. auf weniger als \$ 20 Mrd. schrumpfte. Auch die Eurokreditvergabe in Nichtdollarwährungen nahm ab, jedoch weniger spektakulär von \$ 47 auf 26 Mrd. Die Euroausleihungen in Yen und Sterling, die sich 1981 kräftig erholt hatten, kamen fast zum Stillstand.

Auf der Herkunftsseite des Marktes war die Währungsstruktur des neuen Euromarktgeschäfts etwas anders. Das Wachstum der Dollarverbindlichkeiten der Banken außerhalb der USA schnitt etwas besser ab als das ihrer Dollarforderungen, während die Verbindlichkeiten in D-Mark nur unwesentlich zunahmen und jene in Schweizer Franken, nach einem Anstieg um \$ 16 Mrd. im Jahr 1981, sogar um \$ 3 Mrd. abnahmen. Ein wesentliches Merkmal des vergangenen Jahres war die relativ große Zunahme des Restpostens bei den Fremdwährungen, die, wie unvollständige

Aufgliederung des internationalen Bankgeschäfts nach Währungen

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende 1982	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende 1982
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
Milliarden US-Dollar								
Insgesamt	241,2	264,7	173,5	1686,7	242,3	237,1	125,0	1620,4
in Landeswährung	69,7	99,8	127,8	537,0	39,3	47,8	76,2	371,8
davon aus:								
USA	38,6	74,0	102,7	353,7	7,4	37,5	66,0	239,7
Deutschland (BR)	9,9	4,8	1,2	48,6	2,9	0,1	0,3	42,1
Schweiz	4,9	2,6	3,0	31,7	5,5	2,4	-1,6	11,2
Großbritannien	6,0	5,3	5,8	25,7	6,9	4,8	7,8	30,9
Japan	3,3	5,3	5,2	25,3	7,2	1,7	1,6	14,1
Sonstige berichtende Länder	7,0	7,8	9,9	52,0	9,4	1,3	2,1	33,8
in Fremdwährungen	171,5	164,9	45,7	1149,7	203,0	189,3	48,8	1248,6
davon:								
US-Dollar	125,6	118,0	19,4	866,1	152,9	148,4	35,6	970,6
Deutsche Mark	14,1	15,8	8,1	126,7	14,0	10,2	1,0	116,3
Schweizer Franken	16,1	11,2	3,5	59,7	19,0	15,8	-3,0	62,2
Pfund Sterling	1,2	3,7	0,3	12,6	7,4	0,4	-0,8	16,2
Yen	2,6	6,6	0,5	15,7	-1,0	5,8	2,0	17,1
Holländischer Gulden ...	-0,1	1,6	1,6	9,3	0,5	2,0	2,0	10,8
Französischer Franken	4,9	-1,0	1,2	8,4	4,6	-0,2	1,6	11,3
Sonstige und nicht aufteilbare*	7,1	9,0	11,1	51,2	5,6	6,9	10,4	44,1

* Einschließlich der Auslandspositionen von Banken in den USA und ihrer Niederlassungen an den fünf wichtigsten Offshore-Finanzplätzen in anderen Währungen als dem US-Dollar.

Informationen vermuten lassen, teilweise auf den Aufbau umfangreicher ECU-Guthaben zurückzuführen sein mag.

Was die Aufteilung in Forderungskategorien betrifft, so vereinigte das Interbankgeschäft wie üblich den Großteil des Wachstums der Auslandspositionen auf sich. Die gesamten Bank-zu-Bank-Forderungen einschließlich der etwa \$ 10 Mrd. betragenden Forderungen gegenüber Währungsbehörden erhöhten sich um \$ 118 Mrd., verglichen mit \$ 184 Mrd. im Jahr 1981. Die Interbankforderungen innerhalb des Berichtsgebiets selbst stiegen um \$ 98 Mrd. oder um etwa \$ 56 Mrd. weniger als 1981. Ein von der Lage 1981 gänzlich abweichendes Bild bietet die regionale Aufgliederung dieser Interbankforderungen. Hatten die grenzüberschreitenden Forderungen zwischen den berichtenden Banken außerhalb der USA 1981 einen Zuwachs von \$ 70 Mrd. aufgewiesen, so gingen sie im vergangenen Jahr um \$ 1,5 Mrd. zurück. Dies bedeutete, daß die gesamten neuen grenzüberschreitenden Interbankgeschäfte innerhalb des Berichtsgebiets im vergangenen Jahr über die Banken in den USA geleitet wurden. Vor allem wegen der neuen IBF kam deshalb das Wachstum des grenzüberschreitenden Interbankgeschäfts an den traditionellen Euromarktplätzen faktisch zum Stillstand. Das lokale Interbankgeschäft in Fremdwährungen innerhalb der einzelnen Marktplätze wies jedoch per saldo einen weiteren beträchtlichen Zuwachs auf.

Aufteilung des internationalen Bankgeschäfts auf Banken und Nichtbanken

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
Milliarden US-Dollar								
Insgesamt	241,2	264,7	173,5	1686,7	242,3	237,1	125,0	1620,4
Interbankpositionen ¹	172,3	183,5	118,3	1186,4	198,9	169,4	93,1	1307,5
davon:								
A. innerhalb des Berichtsgebiets	129,2	153,4	97,7	938,0	156,2	155,5	102,0	1026,0
zwischen Banken in den USA und anderen be- richtenden Banken	26,9	83,3	99,3	349,0	34,8	71,4	111,9	381,0
zwischen den übrigen berichtenden Banken ..	102,3	70,1	- 1,6	589,0	121,4	84,1	- 9,9	645,0
B. gegenüber Währungs- behörden ²	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,1	-14,1	-27,4	119,0
in den USA gebucht ² ..	.	.	.	.	- 0,1	- 1,4	0,1	23,8
Sonstige ²	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,2	-12,7	-27,5	95,2
Positionen gegenüber Nichtbanken	68,9	81,2	55,2	500,3	43,4	67,7	31,9	312,9
in den USA gebucht	11,8	22,6	26,8	107,1	0,6	5,6	17,5	42,9
außerhalb der USA	57,1	58,6	28,4	393,2	42,8	62,1	14,4	270,0
davon: in US-Dollar	31,6	29,2	7,0	225,9	31,6	51,6	6,1	196,6
in anderen Fremd- währungen	16,3	18,0	7,6	82,3	7,5	6,5	3,8	33,8
in Landeswährung	9,2	11,4	13,8	85,0	3,7	4,0	4,5	39,6
Nachrichtlich:								
Fremdwährungspositionen gegenüber Gebietsansässigen ³	82,8	70,6	52,6	428,6	58,7	53,7	50,4	357,2
davon:								
unter Banken ⁴	62,0	51,2	40,0	321,8	53,1	48,4	43,2	307,0
gegenüber Nichtbanken	20,8	19,4	12,6	106,8	5,6	5,3	7,2	50,2
darunter: in US-Dollar	9,2	15,9	7,6	73,1	4,1	0,8	4,2	34,6

¹ Einschließlich der Positionen gegenüber Währungsbehörden, außer bei den Forderungen im Falle der Banken in den USA und der Offshore-Niederlassungen von US-Banken, für die diese Positionen mangels ausreichender Untergliederung in den Nichtbankenpositionen enthalten sind. ² S. Fußnote 1. ³ Nur Banken in Europa, Kanada und Japan. ⁴ Einschließlich der nicht gesondert verfügbaren Positionen gegenüber dem japanischen Nichtbankensektor.

Infolge der schwachen Kreditnachfrage und einer Verlagerung der Unternehmensfinanzierung auf die Anleihemärkte verlangsamten sich im vergangenen Jahr auch die Direktkredite an Nichtbanken von \$ 81 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 55 Mrd. Auch hier konzentrierte sich die Verlangsamung vor allem wegen der neuen IBF auf die Kreditvergabe außerhalb der USA, die von \$ 59 auf 28 Mrd. zurückging, während sich die Ausleihungen aus den USA von \$ 22 auf 27 Mrd. beschleunigten. Insbesondere die über die Auslandsniederlassungen von US-Banken gewährten Direktkredite an Nichtbanken (ohne die in den USA ansässigen) wiesen eine absolute Abnahme von \$ 7 Mrd. auf.

Auf der Herkunftsseite des Markts führte die sogenannte „Flucht in die Qualität“ dazu, daß sowohl der Rückgang der Summe der Direktgeschäfte mit Nichtbankkunden als auch die Verlagerung solcher Geschäfte zu Banken in den USA

noch ausgeprägter waren als auf der Verwendungsseite. Der gesamte Zufluß an neuen Auslandseinlagen von Nichtbanken nahm von \$ 68 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 32 Mrd. ab. Während sich der Einlagenzugang bei den Banken in den USA von \$ 6 auf 18 Mrd. verstärkte, schrumpften die Neueinlagen bei den Banken außerhalb der USA von \$ 62 auf 14 Mrd. Besonders das Wachstum der Nichtbankendollarguthaben außerhalb der USA schmolz von \$ 52 auf nur 6 Mrd. ab, so daß sich die Rolle des Euromarkts als alternativer Anlageort für den Zuwachs der in den USA gehaltenen liquiden Geldvermögen drastisch reduzierte.

Ein wesentliches Merkmal des vergangenen Jahres war der Abzug offizieller Gelder aus dem Euromarkt. Die Einlagen von Währungsbehörden hatten bereits 1981 erheblich abgenommen, aber ihr Rückgang um \$ 27 Mrd. im Jahr 1982 war fast zweimal so groß und enthielt Mittelabzüge sowohl von OPEC- als auch von Nicht-OPEC-Entwicklungsländern. Die wichtigste Ursache für diese Abzüge waren Zahlungsbilanzschwierigkeiten dieser Länder, aber wie im Fall der Nichtbankeneinlagen könnten auch Vertrauensfaktoren eine wichtige Rolle gespielt haben. In diesem Zusammenhang erscheint es bemerkenswert, daß die US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Einlegern 1982 um \$ 3 Mrd. zunahmen. Als Folge der „Flucht in die Qualität“ erhöhten sich besonders die ausländischen offiziellen Bestände von marktfähigen US-Schatzobligationen und -anweisungen um \$ 14,5 Mrd. Im Gegensatz dazu gingen die Verbindlichkeiten der Banken in den USA gegenüber ausländischen offiziellen Einlegern im zweiten Halbjahr 1982 um \$ 2,3 Mrd. zurück, nachdem sie im ersten Halbjahr noch um \$ 2,1 Mrd. zugenommen hatten.

Regionale Aufgliederung von Herkunft und Verwendung der internationalen Bankmittel

Das verhaltenere Wachstum des internationalen Bankgeschäfts im Jahr 1982 umfaßte sowohl die endgültige Kreditvergabe innerhalb des Berichtsgebiets selbst als auch die Ausleihungen an die Länder außerhalb dieses Gebiets. Das langsamere Kreditwachstum innerhalb des Gebiets – es ging von etwa \$ 92 Mrd. im Jahr 1981 auf ca. \$ 46 Mrd. zurück – war vor allem auf Nachfragefaktoren zurückzuführen. Es war Spiegelbild der allgemeinen wirtschaftlichen Abschwächung und der verstärkten Inanspruchnahme der Euroanleihemärkte durch die Unternehmen zum Zweck der Verbesserung der Fälligkeitsstruktur ihrer Schulden. Andererseits blieben die offiziellen Krediterfordernisse aus Zahlungsbilanzgründen in einigen europäischen Ländern ziemlich hoch. Im Gegensatz dazu war die Verlangsamung der Neuausleihungen an das Außengebiet von etwa \$ 66 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 39 Mrd. im Jahr 1982 im wesentlichen auf die Schuldenbedienungsprobleme einer wachsenden Zahl von Schuldnerländern und die daraus folgende Zurückhaltung der Banken bei der Gewährung neuer Kredite zurückzuführen.

Auf der Herkunftsseite des Markts fand im vergangenen Jahr das geringere Tempo der Kreditvergabe seine Entsprechung in einer Verlangsamung des Mittelaufkommens aus dem Berichtsgebiet selbst von \$ 133 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 96 Mrd. und, in bezug auf das Außengebiet, in einem Umschwung von \$ 16 Mrd. an Neueinlagen zu Einlagenabzügen in Höhe von \$ 12 Mrd. Dieser Abbau der Einlagen

durch das Außengebiet bedeutete, daß im Vorjahr der Nettokapitalfluß aus dem Berichtsgebiet über das internationale Bankensystem zu den übrigen Ländern trotz des verhalteneren Kreditwachstums mit rund \$ 50 Mrd. praktisch konstant blieb.

Auf der Verwendungsseite des Markts entfielen auf die Direktkredite an Nichtbanken ca. \$ 31 Mrd. der vom Berichtsgebiet selbst aufgenommenen neuen Mittel in Höhe von \$ 46 Mrd. Die größte Gruppe der Kreditnehmer stellten britische Gebietsansässige, die \$ 6,8 Mrd. weitgehend in der Form von Fremdwährungskrediten von Banken am Londoner Euromarkt erhielten, und Nichtbanken, vornehmlich Körperschaften des öffentlichen Sektors in Belgien-Luxemburg und Frankreich (je etwas mehr als \$ 5 Mrd.). Auch kanadische und deutsche Nichtbanken nahmen beträchtliche Beträge neuer internationaler Bankmittel auf (je \$ 3,5 Mrd.), aber doch wesentlich weniger als 1981, als sie die größten gebietsinternen Kreditnehmergruppen waren. Italienische und US-Nichtbanken, die im Jahr 1981 ebenfalls ziemlich wichtige Kreditnehmer gewesen waren, nahmen im vergangenen Jahr überhaupt keine neuen Mittel auf. Die bankeigene Verwendung von Auslandsmitteln für die inländische Kreditvergabe kann auf etwa \$ 15 Mrd. geschätzt werden.

Auf der Herkunftsseite des Markts entfielen etwa \$ 25 Mrd. oder nur 26% des Mittelaufkommens aus dem Berichtsgebiet selbst auf Direkteinlagen von Nichtbanken, was etwa die Hälfte des entsprechenden Betrags für 1981 war. Die Verlangsamung ging im wesentlichen auf das starke Absinken von \$ 31 auf 8 Mrd. der im letzten Jahr von Gebietsansässigen in den USA neu getätigten Euroeinlagen zurück. Dieser Rückgang war auf Entwicklungen während der zweiten Jahreshälfte zurückzuführen und könnte durch Vertrauensfaktoren und die Einführung von attraktiveren Anlagemöglichkeiten am inländischen US-Markt gegen Ende des Jahres beeinflusst worden sein. Neben den statistisch erfaßten Einlagen der US-Nichtbanken gab es sehr beträchtliche Neuplazierungen von US-Geldmarktfonds in Eurodollar-Einlagenzertifikate, die sich im ersten Halbjahr auf \$ 12 Mrd. beliefen, denen jedoch eine Abnahme von \$ 2 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte folgte. Eine starke Abnahme von etwa \$ 23 Mrd. im Jahr 1981 auf etwa \$ 3 Mrd. im vergangenen Jahr wiesen zudem die über Treuhandkonten von Banken in der Schweiz in den Euromarkt geschleusten Nichtbankengelder auf.

Unter Ausklammerung der Eurodollareinlagen von US-Geldmarktfonds kann der Beitrag der berichtenden Banken zum innergebietlichen Mittelaufkommen durch die Verwendung inländischer Einlagen zur Anlage am Euromarkt auf knapp \$ 60 Mrd. im letzten Jahr geschätzt werden, was ungefähr derselbe Betrag wie 1981 war. Wie bereits auf S. 123 erwähnt wurde, wiesen alleine die Banken in den USA einen Zuwachs ihrer Auslandsaktiva in Höhe von \$ 105 Mrd. auf; allerdings wurde ein erheblicher Teil dieses Betrags zweifelsohne aus Teilen der \$ 67 Mrd. neuer Mittel finanziert, die die US-Banken im vergangenen Jahr aus dem Ausland erhielten. Die Banken in Japan verzeichneten eine Verbesserung ihrer Nettoauslandsposition um fast \$ 7 Mrd.

Beim Außengebiet bestand das Hauptmerkmal auf der Herkunftsseite des Markts im Abzug von OPEC-Einlagen im Ausmaß von über \$ 18 Mrd. Solche Abzüge, in Höhe von \$ 3,2 Mrd., hatte es bereits im zweiten Halbjahr 1981 gegeben,

Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditmarktmittel¹

	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)						Stand Ende 1982
	1979	1980	1981		1982		
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Milliarden US-Dollar							
Forderungen der Banken gegenüber:							
Berichtsgebiet	112,8	136,4	41,3	100,8	29,7	64,6	893,8
Offshore-Finanzplätze ²	31,6	32,5	23,7	26,1	13,5	18,4	268,4
Übrige entwickelte Länder	7,5	15,4	8,5	8,2	9,3	6,7	112,0
Osteuropa	7,1	6,8	3,0	1,8	- 3,1	- 1,6	53,3
OPEC-Länder ³	7,2	7,0	- 1,0	5,3	4,9	3,2	78,6
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	35,3	38,9	12,4	27,5	15,5	4,2	246,9
<i>darunter: Lateinamerika⁴</i>	23,1	27,3	9,4	21,1	11,8	0,1	169,0
Nicht aufteilbar ⁵	4,4	4,2	5,7	1,4	2,5	5,7	33,7
Zusammen	205,9	241,2	93,6	171,1	72,3	101,2	1686,7
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i>	<i>141,4</i>	<i>167,0</i>	<i>65,7</i>	<i>125,7</i>	<i>42,9</i>	<i>81,7</i>	<i>1141,9</i>
<i>Innengebiet (ohne</i>							
<i>Doppelzahlungen)⁶</i>	<i>60,5</i>	<i>85,8</i>	<i>37,1</i>	<i>54,6</i>	<i>20,6</i>	<i>25,5</i>	<i>475,2</i>
<i>Außengebiet</i>	<i>57,1</i>	<i>68,1</i>	<i>22,9</i>	<i>42,8</i>	<i>26,6</i>	<i>12,5</i>	<i>490,8</i>
<i>Nicht aufteilbar⁷</i>	<i>7,4</i>	<i>6,1</i>	<i>5,0</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>7,0</i>	<i>54,0</i>
Gesamte internationale Bankaus-							
leihungen (netto)	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1020,0
Verbindlichkeiten der Banken							
gegenüber:							
Berichtsgebiet	143,8	157,3	53,2	101,7	47,3	50,9	1026,7
Offshore-Finanzplätze ²	41,6	28,3	15,9	38,8	11,6	19,6	249,6
Übrige entwickelte Länder	7,1	5,7	- 0,6	4,0	- 0,1	0,2	49,3
Osteuropa	4,6	0,9	- 5,0	5,1	- 2,4	4,3	16,4
OPEC-Länder ³	37,4	41,8	6,5	- 3,2	- 6,6	-11,7	135,2
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	12,3	4,0	- 0,5	9,9	3,0	1,2	101,0
<i>darunter: Lateinamerika⁴</i>	<i>5,0</i>	<i>- 1,0</i>	<i>- 0,8</i>	<i>5,5</i>	<i>- 0,8</i>	<i>- 1,4</i>	<i>37,0</i>
Nicht aufteilbar ⁵	6,1	4,3	7,4	3,9	5,9	1,8	42,2
Zusammen	252,9	242,3	76,9	160,2	58,7	66,3	1620,4
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i>	<i>180,3</i>	<i>183,9</i>	<i>68,8</i>	<i>135,8</i>	<i>58,2</i>	<i>66,0</i>	<i>1245,3</i>
<i>Innengebiet (ohne</i>							
<i>Doppelzahlungen)⁶</i>	<i>52,4</i>	<i>101,6</i>	<i>56,9</i>	<i>75,6</i>	<i>49,5</i>	<i>46,7</i>	<i>644,9</i>
<i>Außengebiet</i>	<i>61,4</i>	<i>52,4</i>	<i>0,4</i>	<i>15,8</i>	<i>- 6,1</i>	<i>- 6,0</i>	<i>301,9</i>
<i>Nicht aufteilbar⁷</i>	<i>11,2</i>	<i>6,0</i>	<i>7,7</i>	<i>8,6</i>	<i>6,6</i>	<i>4,3</i>	<i>73,2</i>
Gesamte internationale Bankaus-							
leihungen (netto)	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1020,0

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 Stromgrößen für das zweite Halbjahr 1981 und das erste und zweite Halbjahr 1982 sowie die Bestandsgrößen für Ende 1982 enthalten die Auslandspositionen der Internationalen Bankenfreize in den USA.

¹ 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, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. ² Bahamas, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Vanuatu (vormals Neue Hebriden) und übriges Britisch-Westindien. ³ Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ⁴ Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁵ Einschließlich internationaler Institutionen (ohne BIZ). ⁶ Ohne die Weitergabe von Beträgen zwischen den berichtenden Banken, aber einschließlich der Positionen gegenüber den Bahamas, Hongkong, den Kaimaninseln, Panama und Singapur. ⁷ Einschließlich der Positionen gegenüber den übrigen Offshore-Finanzplätzen.

aber in den ersten sechs Monaten dieses Jahres hatten die OPEC-Einlagen noch einen Anstieg um \$ 6,5 Mrd. verzeichnet. Einschließlich Wechselkurseffekten betrug die Abnahme der OPEC-Einlagen im Jahr 1982 über \$ 22 Mrd. Von diesem Betrag entfielen \$ 9,3 Mrd. (ohne Einlagen bei Banken in den USA) auf die Nahostländer mit „hoher Absorptionsfähigkeit“. Die Länder mit „niedriger Absorptionsfähigkeit“ hielten ihre Einlagen in den ersten drei Quartalen des Jahres praktisch unverändert, bauten sie aber dann im vierten Quartal um fast \$ 3 Mrd. ab. Außer-

halb des Nahen Ostens verringerten Venezuela und Algerien ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 5,6 bzw. 1,7 Mrd.

Im Gegensatz dazu stockten die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer weiterhin ihre Einlagen bei den berichtenden Banken auf, wenn auch in geringerem Tempo als 1981, und zwar um \$ 4,2 Mrd. gegenüber zuvor \$ 9,4 Mrd. Allerdings entfiel mehr als dieser Zuwachs auf Länder außerhalb Lateinamerikas. Die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer Lateinamerikas, die im Jahr 1981 ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 4,7 Mrd. aufgestockt hatten, bauten sie im Jahr 1982 um \$ 2,2 Mrd. ab. Die osteuropäischen Länder erhöhten im vergangenen Jahr ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,9 Mrd., nachdem sie sie im Jahr 1981 nahezu unverändert gelassen hatten, wobei mehr als der gesamte Zuwachs im Jahr 1982 allein auf die Sowjetunion entfällt. Die „übrigen entwickelten Länder“ ließen ihre Einlagen im letzten Jahr insgesamt so gut wie unverändert, nachdem sie sie im Jahr 1981 um \$ 3,4 Mrd. aufgestockt hatten.

Auf der Verwendungsseite des Markts konzentrierte sich die starke Abnahme der Neuausleihungen auf zwei Ländergruppen: die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer und Osteuropa. Im ersten Halbjahr 1982 erhöhten sich die Kredite an Nicht-OPEC-Entwicklungsländer sogar stärker als in der Vergleichsperiode 1981, nämlich um \$ 15,5 Mrd. Im zweiten Halbjahr jedoch schwächte sich das Kreditwachstum angesichts der wachsenden Zahlungsschwierigkeiten in einigen der größten Schuldnerländer stark auf \$ 4,2 Mrd. ab (verglichen mit einem Wachstum von \$ 27,5 Mrd. ein Jahr zuvor). Entsprechend erhöhten sich die Forderungen gegenüber den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern nur um \$ 19,7 Mrd., was ungefähr die Hälfte des 1981 verzeichneten Betrags ausmachte. Nicht allzu überraschend war, daß diese Verlangsamung weitgehend die Forderungen gegenüber den lateinamerikanischen Ländern betraf. Nachdem sie im ersten Halbjahr 1982 noch neue Kredite in Höhe von \$ 11,8 Mrd. erhalten hatten, gelang es ihnen trotz verschiedener Umschuldungsoperationen nicht, im zweiten Halbjahr von den Banken nennenswerte zusätzliche Mittel zu erhalten. In den letzten sechs Monaten des Jahres 1981 hatten sie noch \$ 21,1 Mrd. an neuen Krediten aufgenommen. Im Gegensatz dazu konnten die Länder des Nahen Ostens und Asiens das Tempo ihrer Neuverschuldung einigermaßen aufrechterhalten, wobei sie mit \$ 5,4 Mrd. (zu laufenden Dollarwerten) nur \$ 1 Mrd. weniger als 1981 erhielten. Da sie gleichzeitig ihre Einlagen verstärkt aufstockten, führten sie im vergangenen Jahr den berichtenden Banken netto in geringem Umfang neue Mittel zu.

Gegenüber Osteuropa war die Veränderung der über die Banken geleiteten Kapitalströme noch ausgeprägter als gegenüber Lateinamerika. Hatten 1981 die berichtenden Banken ihre Forderungen gegenüber Osteuropa weiter um \$ 4,8 Mrd. ausgeweitet, so verringerten sie diese im vergangenen Jahr um etwa denselben Betrag. Da diese Länder gleichzeitig ihre Einlagen bei den berichtenden Banken etwas aufstockten, ergab sich ein Nettokapitalrückfluß zu diesen Banken von über \$ 6,5 Mrd., wodurch die Nettoforderungen der Banken gegenüber Osteuropa auf \$ 37 Mrd. per Ende 1982 zurückgeführt wurden.

Im Fall der OPEC-Länder war die Situation faktisch umgekehrt. Sie weiteten ihre Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken von \$ 4,3 Mrd. im Jahr 1981 auf

\$ 8,1 Mrd. aus. Angesichts des starken Abbaus ihrer Einlagen bedeutete das, daß sie mit der Verschlechterung ihrer Nettoposition um \$ 26,4 Mrd. im vergangenen Jahr bei weitem den größten Nettobetrag an neuen Mitteln von den berichtenden Banken in Anspruch nahmen.

Die „übrigen entwickelten Länder“ behielten 1982 mehr oder weniger das Tempo ihrer Kreditaufnahme bei: Sie erhielten \$ 16 Mrd. an neuen Krediten, was nur etwas weniger war als 1981. Da die Einlageaktivitäten dieser Länder nahezu zum Erliegen kamen, nahmen sie ebenfalls netto mehr Mittel auf als 1981.

Internationale Verschuldung gegenüber Banken 1974–82

Die akuten Schuldenprobleme, die im Jahr 1982 auftraten, bedeuteten das Ende einer Neunjahresperiode, während der die internationale Verschuldung, deren wesentlicher Teil aus der Kreditvergabe der Banken an Staaten entstanden war, sich sehr rasch ausgeweitet hatte. Der folgende Abschnitt behandelt die Entwicklung der internationalen Verschuldung gegenüber Banken seit 1974 und beleuchtet die Faktoren, die ab 1980 direkt zur starken Verschlechterung des internationalen Finanzklimas im abgelaufenen Jahr führten. Nur durch eine entschlossene offizielle Notaktion, verbunden mit einer engen Zusammenarbeit zwischen allen betroffenen Parteien – den Schuldnerländern, dem Internationalen Währungsfonds, den Zentralbanken der Industrieländer und der internationalen Bankengemeinschaft –, konnte verhindert werden, daß sich diese Verschlechterung im zweiten Halbjahr 1982 zu einer umfassenden internationalen Finanzkrise ausweitete. Blickt man voraus, so wirft die gegenwärtige Situation Fragen über die Zukunft des Systems der internationalen Kreditvermittlung durch Banken auf, von dem die Weltwirtschaft seit 1974 so stark abhängig war.

Das Anwachsen der internationalen Verschuldung gegenüber Banken 1974–79. Zwar war das internationale Geschäftsvolumen der Banken in den sechziger Jahren besonders am Eurokreditmarkt rasch gewachsen, doch erst nach den Ölpreissteigerungen 1973 und der Beseitigung aller Beschränkungen für Bankausleihungen aus den USA im Januar 1974 übernahmen die Banken eine beherrschende Rolle bei den internationalen Nettokapitalbewegungen. Sie begannen allgemeine Zahlungsbilanzfinanzierungen für die Öleinfuhrländer sowie Entwicklungsfinanzierungen insbesondere für Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in bisher noch nicht dagewesenem Ausmaß zur Verfügung zu stellen. Zusätzlich ermöglichten diese Bankkredite manchmal Ländern, ihre Bruttodevisenreserven aufzustocken.

Von Ende 1973 bis Ende 1982 erhöhten sich die Bruttoauslandsaktiva aller Banken im BIZ-Berichtsgebiet auf fast das Sechsfache von \$ 290 auf 1 690 Mrd. oder, ohne Doppelzählungen, von \$ 155 auf 1 020 Mrd. Von der Ausweitung der Nettokreditvergabe in Höhe von \$ 865 werden 380 Mrd. als an die Länder innerhalb des Berichtsgebiets selbst und \$ 420 Mrd. als an die restlichen Länder vergeben ausgewiesen. Obwohl sich eine Reihe von entwickelten Ländern seit 1974 zur Finanzierung ihrer Zahlungsbilanzdefizite stark auf die Banken stützte, konzentrieren sich die Schuldenprobleme im wesentlichen auf zwei Ländergruppen des Außergebiets: die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer und Osteuropa. Was die erste Gruppe

betrifft, so erhöhte sich von Ende 1973 bis Ende 1982 die statistisch erfaßte Bruttoverschuldung der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (ohne Offshore-Finanzplätze) gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken rund gerechnet von \$ 32 auf 247 Mrd. oder um mehr als das Siebenfache. Dies entsprach (zum jeweiligen Dollarwert gerechnet) fast dem doppelten Zuwachs des gesamten Bruttosozialprodukts dieser Länder und mehr als der doppelten Ausweitung ihrer gesamten Exporte im gleichen Zeitraum. Infolgedessen erhöhte sich in diesem Zeitraum die Auslandsschuld dieser Länder gegenüber den Banken von 60 auf 130% ihrer Exporte, gleichzeitig mit einer Zunahme des Anteils der Bankverbindlichkeiten an der gesamten Auslandsverschuldung von ca. einem Drittel auf die Hälfte. Im Falle der osteuropäischen Länder erhöhte sich die Auslandsschuld gegenüber Banken von Ende 1973 bis Ende 1981 von \$ 10 auf 61 Mrd., verglichen mit einem Zuwachs ihrer Exporte in die westlichen Industrieländer von \$ 14,5 auf 50 Mrd.

Bis zu den Ölpreissteigerungen des Jahres 1973 hatten die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer ihre relativ geringen strukturellen Leistungsbilanzdefizite hauptsächlich mittels offizieller Kapitaltransfers, Direktinvestitionen und Importfinanzierung abgedeckt. Ende 1973 machten ihre Bruttoverbindlichkeiten gegenüber den internationalen Banken, wie bereits erwähnt, etwa ein Drittel ihrer gesamten externen Verschuldung aus, und diesen Verbindlichkeiten standen insgesamt fast ebenso hohe Auslandsforderungen an Banken gegenüber. Diese Situation begann sich ab 1974 rasch zu verändern. Deutlich gestiegene Öleinfuhrrechnungen erhöhten im Verein mit der Rezession in den Industrieländern – die selbst direkt wie indirekt mit den Ölpreissteigerungen in Verbindung stand – das gesamte Leistungsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer von durchschnittlich etwa \$ 7 Mrd. pro Jahr während der Jahre 1970–73 auf \$ 21 Mrd. im Jahr 1974 und \$ 31 Mrd. im folgenden Jahr. Während die Industrieländer weitgehend in der Lage waren, ihre ölpreisbedingten Zahlungsdefizite in diesen Jahren durch direkte Zuflüsse von OPEC-Mitteln und durch Kreditaufnahmen auf den internationalen Anleihemärkten zu finanzieren, griffen die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer angesichts des Ausbleibens eines entsprechend erhöhten offiziellen Kapitalzustroms in wesentlich größerem Ausmaß auf internationale Bankkredite zurück, um ihre größeren Außenfinanzierungsbedürfnisse zu decken. Die internationalen Banken in den großen Industrieländern, die sich massiven Mittelzuflüssen aus OPEC-Ländern und einer relativ geringen inländischen Kreditnachfrage gegenüber sahen, waren in der Lage und auch bereit, den Bedarf vieler Entwicklungsländer (wenn auch nicht der ärmsten Länder) zu decken, indem sie mit Hilfe der Roll-over-Kredite vergleichsweise kurzfristige Einlagen in relativ langfristige Kredite umwandelten. In den Jahren 1974/75 verdoppelten sich die Bruttoverbindlichkeiten der Entwicklungsländer gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken auf fast \$ 61 Mrd., während ihre Nettoverschuldung gegenüber den Banken um \$ 21 Mrd. zunahm.

Angesichts der damit verbundenen wachsenden Besorgnis der Banken über die internationale Zahlungssituation der Dritten Welt und der Berechnung höherer Aufschläge bei neuen Krediten hatte 1976 eine Reihe von Nicht-OPEC-Entwicklungsländern begonnen, auf den enormen Anstieg ihrer Leistungsbilanzdefizite durch Einleitung inländischer Anpassungsmaßnahmen zu reagieren. Diese Entwicklung bewirkte zusammen mit der Konjunkturerholung in den Industrieländern, daß

Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken¹
und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1974–82 (Schätzung)

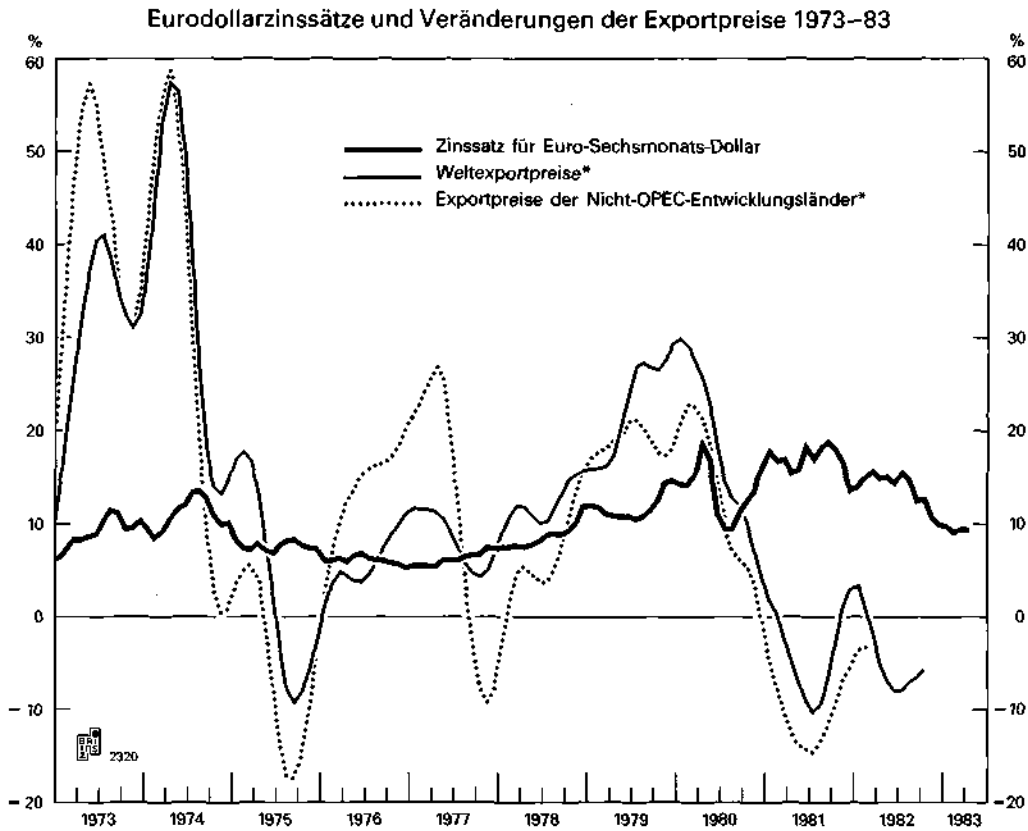
	Stand Ende 1973	Mittel- fluß ² 1974–77 Jahres- durch- schnitt	Stand Ende 1977 neue Reihe	Mittelfluß ²					Stand Ende 1982
				1978	1979	1980	1981	1982	
Milliarden US-Dollar, zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende									
OPEC-Länder³									
Einlagen (brutto)	16,0	14,8	77,9	3,3	37,4	41,8	3,3	-18,3	135,2
Kreditaufnahme (brutto) ..	6,5	7,0	39,1	16,7	7,2	7,0	4,3	8,1	78,6
Nettoeinlagen ⁴	9,5	7,8	38,8	-13,4	30,2	34,8	- 1,0	-26,4	56,6
<i>Nachrichtlich:</i>									
Devisenreserven ⁵	12,6	14,3	69,6	-14,5	15,4	19,5	- 0,2	-11,1	78,7
Leistungsbilanzsaldo		41,0		4,5	62,0	114,0	63,0	- 3,0	
Entwicklungsländer (ohne OPEC)⁶									
Einlagen (brutto)	27,5	8,1	60,7	14,6	12,3	4,0	9,4	4,2	101,0
Kreditaufnahme (brutto) ..	32,0	14,3	97,2	22,4	35,3	38,9	39,9	19,7	246,9
Nettoeinlagen ⁴	- 4,5	- 6,2	-36,5	- 7,8	-23,0	-34,9	-30,5	-15,5	-145,9
<i>Nachrichtlich:</i>									
Devisenreserven ⁵	21,2	5,5	43,5	11,1	8,5	- 1,6	0,1	- 2,4	59,1
Leistungsbilanzsaldo		-21,0		-24,0	-40,0	-62,0	-67,0	-59,0	
Entwickelte Länder⁷									
Einlagen (brutto)	27,0	3,0	28,2	8,5	7,1	5,7	3,4	0,1	49,3
Kreditaufnahme (brutto) ..	23,0	11,3	55,5	5,7	7,5	15,4	16,7	16,0	112,0
Nettoeinlagen ⁴	4,0	- 8,3	-27,3	2,8	- 0,4	- 9,7	-13,3	-15,9	- 62,7
<i>Nachrichtlich:</i>									
Devisenreserven ⁵	23,5	- 0,4	15,7	6,3	3,5	1,3	- 1,5	1,2	26,6
Leistungsbilanzsaldo		-20,0		- 8,0	- 7,0	-15,5	-24,5	-24,0	
Osteuropa									
Einlagen (brutto)	4,5	0,7	8,4	1,7	4,6	0,9	0,1	1,9	16,4
Kreditaufnahme (brutto) ..	9,5	5,1	38,3	5,7	7,1	6,8	4,8	- 4,7	53,3
Nettoeinlagen ⁴	- 5,0	- 4,4	-29,9	- 4,0	- 2,5	- 5,9	- 4,7	6,6	- 36,9

Anmerkung: Die Definition der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in diesem Kapitel unterscheidet sich in folgenden zwei Punkten von jener im Kapitel V: erstens schließt sie die Offshore-Finanzplätze sowie Bahrain, Brunei und Trinidad und Tobago aus (die bei den OPEC-Ländern enthalten sind); zweitens sind Israel und die Staatshandelsländer China, Nordkorea und Vietnam enthalten.

¹ Bis 1977 berichteten an die BIZ die Banken in Belgien-Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und die Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Danach wurden auch die Banken in Österreich, Dänemark und Irland erfaßt sowie bei Banken in Frankreich und Großbritannien gewisse Positionen in Landeswährung, die sich auf den Außenhandel beziehen und vorher nicht eingeschlossen waren. Ab Dezember 1981 enthalten die Banken in den USA auch die Geschäfte der internationalen Bankenfreizone. ² Die Summe aller Mittelflüsse in den Beobachtungsjahren muß aufgrund von Brüchen in den Zeitreihen und wegen der benutzten Berechnungsmethode für die Stromgrößen nicht notwendigerweise der Differenz zwischen dem Anfangsbestand und dem Endbestand der gesamten Periode entsprechen. ³ Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ⁴ Ein Minuszeichen (-) bedeutet Nettoverschuldung. ⁵ Zu jeweiligen Wechselkursen. ⁶ Ohne Offshore-Finanzplätze. ⁷ Bis 1977 einschließlich Österreichs, Dänemarks und Irlands, die danach als Teil des Berichtsgebiets gelten.

das gesamte Leistungsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer im Jahr 1977 auf \$ 13 Mrd. zurückging, was real etwa seiner durchschnittlichen Größenordnung in den Jahren vor den Ölpreissteigerungen 1973 entsprach. Daher konnten die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in den Jahren 1976/77 weitere umfangreiche Beträge bei den Banken aufnehmen und den Gegenwert vor allem für die dringend notwendige Stärkung ihrer internationalen Reservepositionen verwenden: von ihren bei den Banken in diesen zwei Jahren brutto aufgenommenen Krediten in Höhe von \$ 27 Mrd. wurden \$ 23 Mrd. den Devisenreserven zugeführt.

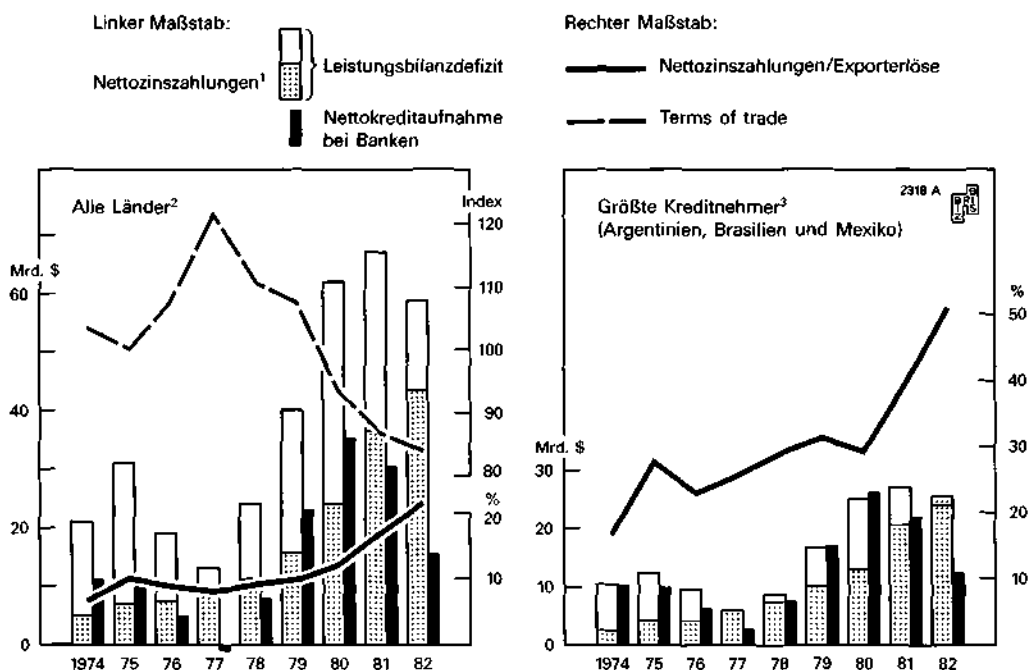
Die erfolgreichen Anpassungsbemühungen der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer und ausbleibende Verluste im internationalen Kreditgeschäft verminderten



* Auf Jahresbasis hochgerechnete sechsmonatige Veränderungsrate gleitender Dreimonatsdurchschnitte.

eher das Risikobewußtsein der Banken und trugen ab 1977 zu einer ausgeprägten Verbesserung des Marktklimas zugunsten der Schuldner bei. Die Hauptquellen der Liquidität, die in den Jahren 1977/78, als die OPEC-Überschüsse vorübergehend versiegt, den Schuldnermarkt speisten, waren beträchtliche Defizite der US-Leistungsbilanz, verbunden mit massiven Kapitalabflüssen aus den USA, die die relativ lockere Grundlinie der Geldpolitik in diesem Land widerspiegeln. Die US-Außenwirtschaftsdefizite dämpften einerseits die Nachfrage nach Zahlungsbilanzfinanzierungen der restlichen Welt und erhöhten andererseits dort das Angebot an Mitteln, die zur Kreditvergabe zur Verfügung standen. Der Wettbewerb um neue internationale Geschäfte drückte in den Jahren 1978/79 die Zinsspannen der Banken auf Niveaus, die wenig Spielraum für den Aufbau von Reserven ließen und in einigen Fällen zu einer Kreditvergabe führten, die die Bedürfnisse und Politik der Kreditnehmerländer wenig berücksichtigte. Zudem verleitete die Tatsache, daß diese Mittel zu sehr niedrigen oder manchmal (gemessen im Verhältnis zu den Dollardurchschnittswerten der Exporte der Kreditnehmer) negativen realen Zinssätzen leicht verfügbar waren, allmählich eine Reihe von Entwicklungsländern zu einer über den tatsächlichen Finanzierungsbedarf hinausgehenden Kreditaufnahme.

Bestimmungsgründe für die Krediterfordernisse und die Nettoinsanspruchnahme der internationalen Bankenfinanzierung durch Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974–82

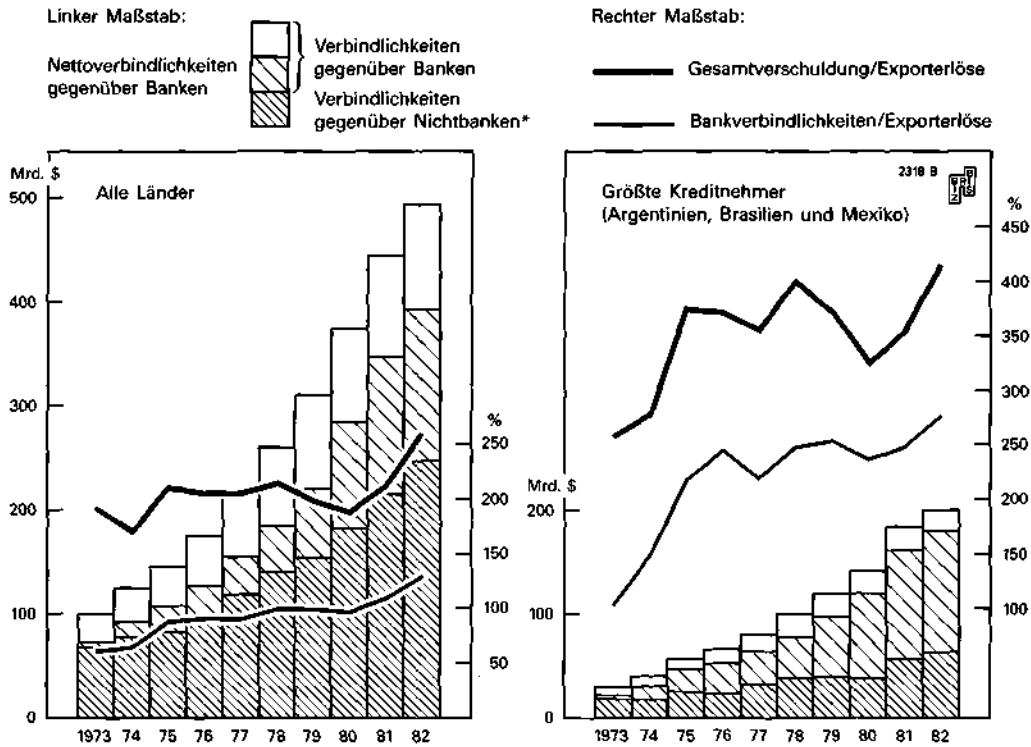


¹ Die Angaben zu den Nettozinszahlungen sind teilweise geschätzt. ² Nettokreditaufnahme bei Banken zu konstanten Dollarwerten gerechnet. ³ Nettokreditaufnahme bei Banken zu jeweiligen Dollarwerten gerechnet.

Deshalb begann 1978, trotz des fast vollständigen Dahinschmelzens des OPEC-Überschusses, das gesamte Leistungsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer wieder anzusteigen und erreichte 1979, als erneut hohe OPEC-Zahlungsbilanzüberschüsse entstanden, mit \$ 40 Mrd. das dreifache Niveau von 1977. Ungeachtet dieser umfangreichen neuerlichen Zunahme ihrer externen Finanzierungserfordernisse stockten die Entwicklungsländer ihre gesamten Devisenreserven in den Jahren 1978/79 um fast \$ 20 Mrd. vor allem deshalb weiter auf, weil sie zusätzlich zu ihren anderen Finanzierungsquellen in diesen zwei Jahren von den Banken neue Mittel in Höhe von \$ 58 Mrd. aufnehmen konnten.

Ende 1979 hatten die Bruttoverbindlichkeiten der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken \$ 156 Mrd. und ihre Nettoverbindlichkeiten \$ 67 Mrd. erreicht. Dennoch erschien ihre Auslandsverschuldung insgesamt noch als tragbar. Ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit war 1979 im Verhältnis zu ihren gesamten Exporten wenig mehr als halb so groß wie 1975, während ihre gesamten Nettozinszahlungen (ebenfalls im Verhältnis zu den Exporten) trotz des Anstiegs der Zinssätze seit 1977 mehr oder weniger unverändert geblieben waren. Es gab allerdings einige dunklere Flecken auf dem Bild. Ende 1979 konzentrierte sich die gesamte Bruttoverschuldung der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken im Ausmaß von 52% auf

Entwicklung der internationalen Verschuldung
der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973–82



* Die Angaben zu den Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken sind teilweise geschätzt.

Brasilien, Mexiko und Argentinien, wobei die Nettozinszahlungen dieser drei Länder an die übrige Welt den Gegenwert von fast einem Drittel ihrer Warenausfuhren ausmachten. Das bedeutete, daß nur noch ein begrenzter Spielraum für die Hin- nahme weiterer Verschlechterungen der außenwirtschaftlichen Zahlungssituation der größten Schuldner in der Gruppe der Entwicklungsländer bestand.

Aus allgemeinerer Sicht hatte die umfangreiche Finanzierung von Zahlungs- bilanzdefiziten durch Banken von 1974 bis 1979 die Merkmale der internationalen Verschuldung in zwei wichtigen Gesichtspunkten verändert: Erstens war der Anteil der variabel verzinslichen Auslandsverbindlichkeiten beträchtlich gestiegen, was die Schuldnerländer anfälliger für Zinssatzerhöhungen machte; und zweitens hatte sich die Fälligkeitsstruktur der internationalen Verschuldung gegenüber der Situation vor 1974 verkürzt. Diese Entwicklungen vergrößerten die Anfälligkeit der Schuldner- länder in der anschließenden unruhigen Zeit. Darüber hinaus wurde diese größere außenwirtschaftliche Anfälligkeit, die aus der umfangreichen Inanspruchnahme von Bankkrediten entstanden war, dadurch verschärft, daß die Einfuhren der Nicht- OPEC-Entwicklungsländer weiterhin mit Zuwachsraten stiegen, die nicht einmal bei einem relativ günstigen weltwirtschaftlichen Klima hätten aufrechterhalten werden können.

Das Herannahen der Krise von 1982. Verschiedene Faktoren trugen in der Folge zu der kritischen Zuspitzung der internationalen Verschuldungssituation bei. Erstens brachte der neuerliche kräftige Anstieg der Ölpreise, der bereits Anfang 1979 eingesetzt hatte und sich in das Jahr 1980 fortsetzte, wie im Jahr 1974 eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit der Öleinfuhrländer mit sich. Zweitens, und noch wichtiger, zeitigte die weit verbreitete Einleitung strenger inflationsbekämpfender Maßnahmen in den Industrieländern ungünstige Auswirkungen sowohl auf den Welthandel als auch auf die realen Austauschbedingungen vieler Schuldnerländer und verursachte durch ihren Einfluß auf die Zinssätze einen sprunghaften Anstieg bei den Kosten der Bedienung der Auslandsschuld. In dieser Hinsicht war der wichtigste Einfluß die gegen Ende 1979 erfolgte Änderung sowohl der Grundlinie als auch der Techniken der US-Geldpolitik, die nicht nur dazu beitrug, daß die Dollarzinsätze auf noch nie dagewesene Höhen stiegen, sondern auch ein Schlüsselfaktor für die Höherbewertung des Dollars war, auf den der Großteil der internationalen Schulden lautet. Drittens erhöhten gewisse politische Krisen das Risikobewußtsein der Banken in bezug auf ihre internationale Kreditvergabe.

Das gemeinsame Leistungsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer wuchs kräftig auf \$ 62 Mrd. im Jahr 1980 und \$ 67 Mrd. im Jahr 1981, bevor es 1982 trotz eines praktischen Nullwachstums der Wirtschaften nur mäßig auf \$ 59 Mrd. zurückging. Wegen eines starken Anstiegs der Durchschnittswerte wuchsen die Exporterträge dieser Länder im Jahr 1980 weiterhin stark, aber angesichts der konjunkturellen Abschwächung und zunehmender protektionistischer Tendenzen in den Industrieländern sowie eines Rückgangs der Rohstoffpreise verlangsamte sich ihr Wachstum im Jahr 1981, und 1982 verzeichneten sie einen absoluten Rückgang von 9%. Dazu kamen die Auswirkungen des steilen Anstiegs der Zinssätze, welche sich angesichts der Bedeutung der Roll-over-Kredite und kurzfristigen Verbindlichkeiten sehr rasch auf den Großteil der Schulden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer gegenüber Banken auswirkten. Die Verbindung von höheren Zinssätzen und weiter anwachsender Verschuldung erhöhte die Nettozinszahlungen der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer an das Ausland von \$ 11 Mrd. im Jahr 1978 auf \$ 43,5 Mrd. im Jahr 1982. Dieser Anstieg der Nettozinszahlungen beraubte sie eines Großteils der Früchte ihrer Anpassungsbestrebungen. Nach einer Vergrößerung des nicht für Zinszahlungen benötigten Teils ihres Leistungsbilanzdefizits von \$ 13 Mrd. im Jahr 1978 auf \$ 38 Mrd. im Jahr 1980 konnten sie diese Zahlungslücke trotz der sehr ungünstigen internationalen Wirtschaftslage auf \$ 15,5 Mrd. im Jahr 1982 zurückführen. Jedoch wurde diese Verbesserung von \$ 22,5 Mrd. im Ausmaß von \$ 19,5 Mrd. durch einen weiteren Anstieg ihrer Nettozinszahlungen wieder zunichte gemacht. Diese Erscheinung war besonders ausgeprägt im Fall der drei großen lateinamerikanischen Schuldnerländer. Von 1980 bis 1982 blieb ihr gemeinsames Leistungsbilanzdefizit praktisch unverändert bei etwa \$ 24 Mrd.; ohne die Nettozinszahlungen kehrte sich jedoch der Saldo ihrer Leistungsbilanztransaktionen von einem Defizit von \$ 12 Mrd. in einen Überschuß von \$ 1,5 Mrd. um.

Die wachsende Auslandsverschuldung im Verein mit höheren Zinssätzen führten zu einem weiteren deutlichen Anstieg des relativen Gewichts der Schuldendienstlast der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer. Die Relation zwischen Nettozinszahlungen und Exporterlösen für die gesamte Gruppe, die sich per saldo von 1975

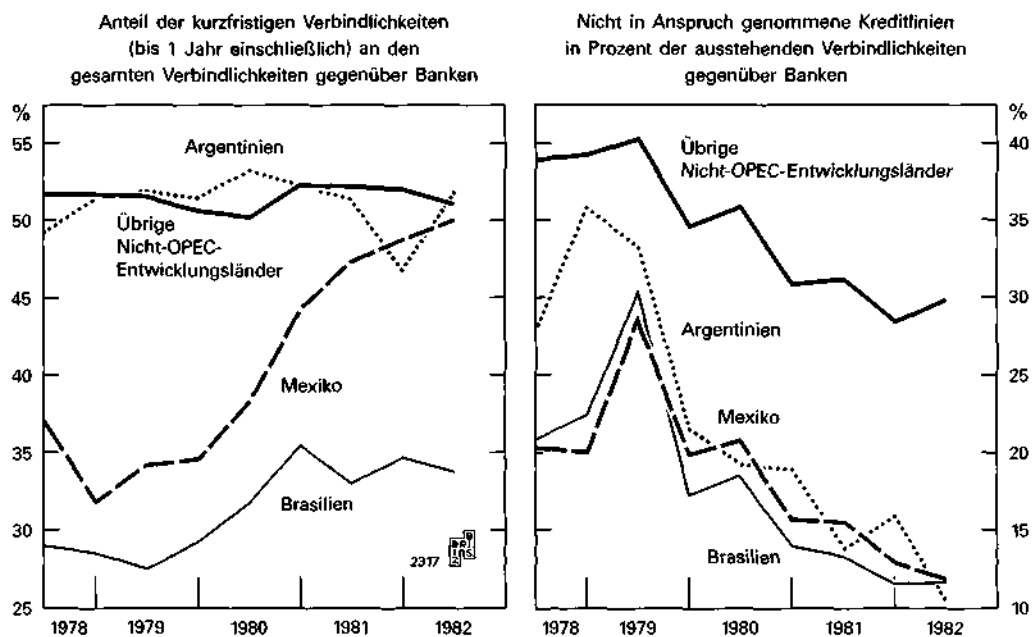
bis 1979 nicht erhöht hatte, stieg 1982 um mehr als das Doppelte auf 23%. Für die drei großen lateinamerikanischen Kreditnehmerländer erreichte diese Relation im Jahr 1982 51,5%, nach 31% im Jahr 1979.

Die außenwirtschaftliche Zahlungsposition der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer wurde darüber hinaus durch die Abschwächung ihrer Exportpreise belastet, wodurch die Zinskosten ihrer ausstehenden Schuld real sogar noch mehr anstiegen als nominal. In der Tat bewirkte der Rückgang ihrer Exportpreise in den Jahren 1981/82, daß die Zinszahlungen, die in den vorangegangenen Jahren in großem Maße Amortisationszahlungen darstellten, nunmehr einen realen Zugriff auf die Ressourcen der Schuldnerländer nach sich zogen und daß der reale Wert des ausstehenden Schuldenstands sogar ohne jegliche Neuausleihungen weiter stieg. Schließlich bedeutete die – in der Grafik auf S. 136 veranschaulichte – Tatsache, daß die gesamten Leistungsbilanzdefizite der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in den Jahren 1981 und 1982 zum Großteil aus Nettozinszahlungen bestanden, daß zusätzliche Nettokreditaufnahmen ihnen nicht mehr länger neue Kapitalmittel zuführten, sondern einfach einen Teil des Zinsdienstes auf ihre bestehende Schuld finanzierten.

Betrachtet man die Entwicklungen nach 1979 vom Standpunkt der Banken aus, so zeigt sich, daß sie anfangs nicht stark auf die Veränderung der internationalen Zahlungssituation reagierten. Die Zentralbanken der Zehnergruppenländer und der Schweiz hatten im Jahr 1979 die neueste rasche Ausweitung der internationalen Bankausleihungen überprüft und in der Erkenntnis, daß die Rückschleusung des neu entstehenden OPEC-Überschusses zu weiteren beträchtlichen Inanspruchnahmen der Banken durch Defizitländer führen würde, in einem Mitte April 1980 herausgegebenen Kommuniqué die Bedeutung der Erhaltung der Gesundheit und Stabilität des internationalen Bankensystems betont. In diesem Zusammenhang unterstrichen sie im besonderen, wie wichtig die Aufrechterhaltung ausreichender eigener und liquider Mittel der Banken sowie die Vermeidung einer übermäßigen Risikokonzentration in ihrem internationalen Geschäft sind.

Angesichts des weiterhin umfangreichen Mittelzuflusses sowie der relativ schwachen Kreditnachfrage ihrer inländischen Kunden und der bislang sehr geringen Kreditausfälle in ihrem internationalen Geschäft beschränkte sich das geschärfte Risikobewußtsein der Banken vorerst auf ein etwas selektiveres Verhalten gegenüber einzelnen Kreditnehmern. Die Neukredite an Nicht-OPEC-Entwicklungsländer nahmen weiter zu, jedoch in geringerem Tempo als zuvor und wesentlich schwächer als die Leistungsbilanzdefizite jener Länder. Die von Ölimporten stark abhängigen Defizitländer, deren Auslandsverschuldung bereits ein hohes Niveau erreicht hatte, mußten höhere Aufschläge hinnehmen; erstklassige Kreditnehmer hingegen – und zu diesen gehörte bis Mitte 1981 (dank seiner Ölressourcen) Mexiko – konnten Kredite zu besseren Bedingungen als zuvor erhalten. Manche kleinere Banken begannen, sich bei neuen Krediten an etwas risikoreichere Länder nicht mehr zu beteiligen, und in jenen Fällen, in denen eine breite Streuung der Teilnahme an der Kreditvergabe schwierig wurde, benutzten die großen Banken die Technik der sogenannten „Klub-Kredite“ oder vergaben die Kredite einfach allein. Anzumerken ist, daß zwar die Aufsichtsbehörden eher eine Abschwächung des Tempos der Neuausleihungen befürworteten, die Regierungen aber mitunter eine Beteiligung der Banken an mit Exporten verbundenen Projektfinanzierungen eher ermunterten.

Merkmale der Auslandsverschuldung ausgewählter Länder gegenüber Banken 1978–82



Quelle: Halbjährliche Fälligkeitsstatistik der BIZ.

Vielleicht das deutlichste Anzeichen einer Versteifung der Marktbedingungen konnte in der Entwicklung der internationalen offenen Kreditzusagen der Banken gesehen werden. Gemessen an ihren ausstehenden Krediten begannen diese im zweiten Halbjahr 1979 stark zurückzugehen und setzten ihren Rückgang ziemlich kontinuierlich bis Mitte 1982 fort, dem jüngsten Zeitpunkt, für den Zahlen zur Verfügung stehen. Auch hier war die Abwärtsbewegung im Falle der drei größten lateinamerikanischen Kreditnehmerländer besonders ausgeprägt. Im Falle Brasiliens beispielsweise ging der unausgenützte Kreditrahmen von 30% der ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber den Banken im BIZ-Berichtsgebiet im Juni 1979 auf 12% Mitte 1982 zurück. Andererseits gab es keine Hinweise auf eine allgemeine Verkürzung der Fristen der ausstehenden Schulden der Entwicklungsländer gegenüber Banken. Jedoch nahm Mexiko ab 1979 besonders stark kurzfristige Kredite auf, mit dem Ergebnis, daß der kurzfristige Anteil seiner Verbindlichkeiten gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken von 34 auf ca. 50% Mitte 1982 stieg, wenn auch ein Teil des Zuwachses mit der Ölexportfinanzierung in Zusammenhang gestanden haben mag. Auch Brasilien, das zur Erhaltung seines Zugangs zu internationalen Krediten bereit war, den Banken wesentlich größere Zinsaufschläge zuzugestehen, erhöhte den kurzfristigen Anteil an seiner gesamten Schuld gegenüber Banken von 28% Mitte 1979 auf etwa 34% Mitte 1982, wobei dieser Prozentsatz allerdings noch deutlich unter dem Durchschnitt der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer lag.

Trotz der etwas größeren Selektivität der Banken in ihrer Kreditvergabepolitik und einer Zunahme der Kreditkosten zogen die wirtschaftlich fortgeschritteneren

Nicht-OPEC-Entwicklungsländer weiterhin vor, ihre Auslandszahlungsdefizite eher durch Bankkredite als durch Inanspruchnahme des IWF zu decken. Erstens war der Bankkredit frei von wirtschaftspolitischen Auflagen. Zweitens erschien, jedenfalls bis zum Beschluß über die Politik des erweiterten Zugangs zum Fonds im September 1980, die maximal mögliche Inanspruchnahme der Fondsmittel durch Mitgliedsländer insbesondere für die Hauptdefizitländer gering sowohl im Verhältnis zu ihren gesamten Auslandsfinanzierungserfordernissen als auch zu den Beträgen, die sie von Banken erhalten konnten. Daher wurde die Inanspruchnahme der Fondsmittel erst dann ein notwendiger Teil der Auslandsfinanzierungspolitik der Schuldnerländer, als die an Auflagen geknüpfte Inanspruchnahme der IWF-Kredite eine unausweichliche Bedingung für den weiteren Zugang zu Bankkrediten wurde. Zu diesem Zeitpunkt jedoch war die außenwirtschaftliche Situation einiger wichtiger Schuldnerländer bereits kritisch geworden.

Das erste Mal wurde des Marktvertrauen gegen Ende 1980 ernsthaft erschüttert, als die Verschlechterung der Wirtschaftssituation Polens zusammen mit politischen Unruhen das Land unfähig machten, seinen Schuldendienstverpflichtungen ohne eine allgemeine Umschuldung nachzukommen. Die Banken reagierten damit, daß sie in ihrer Kreditvergabepolitik gegenüber anderen osteuropäischen Ländern, deren grundlegende wirtschaftliche Situation sich teilweise wesentlich unterschied, zurückhaltender wurden. Neue Kredite an osteuropäische Länder, die 1980 um \$ 6,8 Mrd. gestiegen und 1981 auf \$ 4,8 Mrd. zurückgegangen waren, kehrten sich 1982 in Kreditabzüge von \$ 4,7 Mrd. um. Das Hauptopfer dieses „Regionalisierungssyndroms“ war Ungarn, das im Gegensatz zu anderen osteuropäischen Staaten den Großteil seines Außenhandels am Euromarkt finanziert und deshalb sehr umfangreiche Schulden gegenüber Banken angehäuft hatte, von denen ein wesentlicher Teil kurzfristig war. Trotz der Tatsache, daß die Behörden 1979 ein Sanierungsprogramm beschlossen hatten, das 1981 die Handelsbilanz von einem Defizit in einen Überschuß umschlagen ließ, führten erhöhte Zinszahlungen zu einer deutlichen Verschlechterung der Leistungsbilanz, zu der im ersten Quartal 1982 sehr umfangreiche Abzüge kurzfristiger Bankmittel kamen. Um die Situation zu stabilisieren, wurden der Ungarischen Nationalbank von der BIZ als Sofortmaßnahme kurzfristige Überbrückungskredite gewährt, an die sich weitere binnenwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen und ein IWF-Beistandskredit anschlossen, mit dem Ergebnis, daß Ungarn von den Banken in gewissem Umfang neue finanzielle Unterstützung erhalten konnte.

Die zweite Erschütterung erlitt das Marktvertrauen durch die Falklandkrise im April 1982. Obwohl Argentinien seine Bereitschaft zur Einhaltung seiner finanziellen Verpflichtungen betonte, hatte natürlich der Falklandkrieg Auswirkungen auf seine Schuldenbedienungs-fähigkeit. Überdies wurde durch die daraus resultierende Schärfung des Risikobewußtseins der Banken bezüglich ihres Engagements in Lateinamerika der Weg für ein „Regionalisierungssyndrom“ auch in diesem Teil der Welt geebnet, so daß für andere lateinamerikanische Länder der Zugang zu internationalen Bankkrediten immer schwieriger und teurer wurde.

Ein weiterer ungünstiger Einfluß auf die Marktstimmung im Jahr 1982 waren die unerwartete Tiefe und Hartnäckigkeit des wirtschaftlichen Abschwungs in den

Industrielländern und im besonderen dessen zunehmende Auswirkungen auf die Erfahrung der Banken mit inländischen Kreditausfällen – im besonderen in bezug auf einige große Unternehmen – und auf die Exporterfolge und außenwirtschaftliche Zahlungssituation der Entwicklungsländer im allgemeinen. Zusätzlich verstärkten einige aufsehenerregende Zusammenbrüche von Finanzinstituten, die jedoch hauptsächlich auf Sonderfaktoren wie Betrug und die Schwäche des Ölmarkts zurückzuführen waren, die Unsicherheiten über die Stabilität des internationalen Finanzsystems.

Die letzte Schockwelle, die das reibungslose Funktionieren der internationalen Kreditmärkte in Frage stellte, kam im Spätsommer des Jahres 1982 mit dem Ausbruch der außenwirtschaftlichen Zahlungs- und Schuldenkrise Mexikos, die durch eine massive Flucht mexikanischen Kapitals in die USA ausgelöst wurde. Genau genommen hätten diese Ereignisse den Markt nicht überraschen dürfen. In Erwartung kontinuierlich steigender Öleinnahmen hatte Mexiko bereits vor einigen Jahren eine wirtschaftliche Expansionspolitik eingeschlagen, die wahrscheinlich nicht einmal in einer günstigeren Weltwirtschaftssituation hätte aufrechterhalten werden können. Außerdem hatte Mexiko einen wachsenden Teil seiner sehr umfangreichen Auslandsfinanzierungserfordernisse kurzfristig abgedeckt, um nicht härtere Bedingungen für längerfristige Bankkredite hinnehmen zu müssen, eine Politik, die lange vor Ausbruch der Krise etwa aus den von der BIZ veröffentlichten Statistiken über das internationale Bankgeschäft klar ersichtlich gewesen war. Dennoch hatten die Banken wegen des Ölreichtums des Landes und seiner Bedeutung für ihr Bilanzwachstum und ihre Gewinne sogar noch im zweiten Quartal 1982 ihr Engagement gegenüber Mexiko stark ausgeweitet.

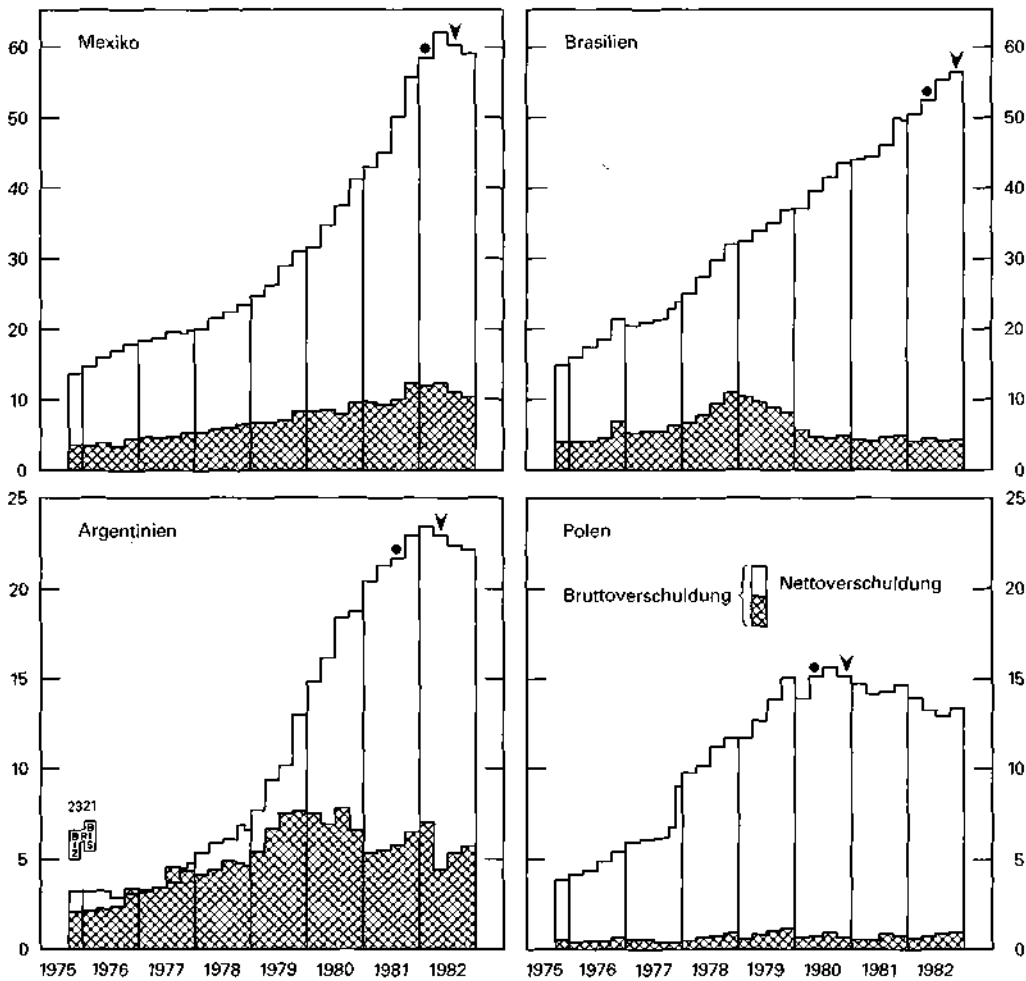
Bei Ausbruch der Mexikokrise wurde rasch und gründlich eine internationale offizielle Stützungsoperation organisiert. Anfang August 1982 zog die Bank von Mexiko \$ 700 Mio. innerhalb eines ihr bei der Federal Reserve Bank von New York eingeräumten Swaprahmens, und Mitte August leistete die US-Regierung eine Vorauszahlung in Höhe von \$ 1 Mrd. an Mexiko in Hinblick auf zukünftige Öleinfuhren und organisierte auch finanzielle Garantien für Nahrungsmittlexporten in Höhe von \$ 1 Mrd. Zur gleichen Zeit begannen Verhandlungen zwischen der Bank von Mexiko, den US-Währungsbehörden und der BIZ über einen Überbrückungskredit, der von einer Einigung zwischen Mexiko und dem Internationalen Währungsfonds über eine Ziehung im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität abhängig gemacht wurde. Am 30. August 1982 erhielt die Bank von Mexiko einen Überbrückungskredit in Höhe von \$ 1 850 Mio. je zur Hälfte von den US-Währungsbehörden und der BIZ eingeräumt. Im Dezember zog Mexiko \$ 0,2 Mrd. in der ersten Kredittranche seiner Fondsquote und erhielt einen Beistand in Höhe von \$ 3,8 Mrd. im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität, der während eines Zeitraums von drei Jahren in Anspruch genommen werden kann.

Die Mexikokrise führte unmittelbar zu einem „Regionalisierungssyndrom“ in Lateinamerika und drohte auch hochverschuldeten Ländern andernorts das Leben zu erschweren. Im September ersuchte die Zentralbank von Argentinien die BIZ um einen Überbrückungskredit und leitete Verhandlungen über einen IWF-Beistandskredit ein. Im Januar 1983 gewährte die BIZ Argentinien einen Kreditrahmen von

\$ 500 Mio., während der IWF eine Inanspruchnahme von Fondsmitteln durch Argentinien in Höhe von \$ 2,2 Mrd. einschließlich \$ 1,6 Mrd. im Rahmen einer Bereitschaftsvereinbarung genehmigte.

Das gewichtigste Land, das in Lateinamerika durch das „Regionalisierungssyndrom“ betroffen wurde, war Brasilien, das gegen Ende 1982 um umfangreiche offizielle internationale Unterstützung nachsuchte. Im Dezember 1982 gewährte die BIZ der Zentralbank von Brasilien einen Überbrückungskredit in Höhe von \$ 1,2 Mrd., der später auf \$ 1,45 Mrd. erhöht wurde, während im Februar 1983 der Währungsfonds

Entwicklung der Brutto- und Nettoverschuldung
ausgewählter Länder gegenüber den Banken 1975–82
Milliarden US-Dollar



Anmerkung: Die Pfeile über den Säulen zeigen das Quartal an, in dem die Finanzprobleme auftraten, während die Punkte die neuesten Zahlen über die Bankverschuldung andeuten, die zu diesem Zeitpunkt verfügbar waren. Die Zahlen enthalten Bewertungsveränderungen aus Wechselkursbewegungen, schließen aber die Positionen gegenüber Banken in der Schweiz aus. Trotz dieser Unzulänglichkeiten zeigt die Grafik sehr deutlich, daß in allen vier Fällen eine beträchtliche Schuldenkumulierung über einige Jahre vor Ausbruch der außenwirtschaftlichen Zahlungs Krise beobachtet werden konnte.

Brasilien die Inanspruchnahme von Fondsmitteln in Höhe von \$ 5,4 Mrd., einschließlich \$ 4,6 Mrd. im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität, genehmigte.

In gewisser Hinsicht bestand der schwierigste Teil dieser internationalen Stützungsoperationen in der Organisation neuer Bankkredite für die betroffenen Länder, ohne die die besagten Finanzierungspakete unzureichend gewesen wären. Die Schwierigkeiten bei der Beschaffung neuer Bankmittel unter Bedingungen, die von den Banken selbst als vertretbar angesehen worden wären, waren darauf zurückzuführen, daß so viele verschiedene Banken aus einem derart weiten Bereich von Bankensystemen Engagements gegenüber diesen Ländern ausstehen hatten und diese Engagements in Art und Umfang sich sehr wesentlich von Bank zu Bank und von Bankensystem zu Bankensystem unterschieden. Neue Bankkredite wurden tatsächlich in Höhe von \$ 5 und 4,4 Mrd. für Mexiko bzw. Brasilien organisiert, und in beiden Fällen wurde die Verfügbarkeit von Fondskrediten von der Einräumung neuer Bankkredite abhängig gemacht und umgekehrt. Im Falle Argentiniens einigten sich die Banken im Dezember 1982 auf einen Überbrückungskredit in Höhe von \$ 1,1 Mrd. und machten die Bereitstellung zusätzlicher Mittel davon abhängig, daß Argentinien Zugang zu den Fondsmitteln erhält; über neue Kreditlinien der Banken in Höhe von \$ 1,5 Mrd. wird noch verhandelt.

Bis zum Frühjahr 1983 waren etwa 25 Nicht-OPEC-Entwicklungsländer, die etwa zwei Drittel der gesamten per Ende 1982 bestehenden Schulden dieser Gruppe gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken repräsentieren, in Umschuldungsverhandlungen mit den Banken eingetreten, und viele von ihnen waren vom automatischen Fluß neuer Bankmittel abgeschnitten. 14 dieser Länder machten von IWF-Krediten Gebrauch oder hatten solche beantragt. Andernorts gab es einige OPEC-Länder, darunter Venezuela und Nigeria, mit schweren außenwirtschaftlichen Finanzierungsschwierigkeiten ebenso wie Jugoslawien, das umfangreiche Unterstützung von Regierungen einer Reihe von Ländern sowie BIZ-Kredite erhielt. Außerdem blieb für die meisten osteuropäischen Länder der Zugang zu neuen Bankkrediten sehr schwierig. Ungeachtet eines praktisch vollständigen Versiegens neuer freiwilliger Bankkredite an Lateinamerika und Osteuropa sowie umfangreicher Mittelabzüge vom Euromarkt durch OPEC-Länder und durch die Währungsbehörden einiger anderer Länder haben jedoch erstklassige Schuldner weiterhin leichten Zugang zu internationalen Bankkrediten.

Lagebeurteilung und Schlußfolgerungen. Betrachtet man das Wachstum der internationalen Verschuldung der Jahre 1974–82 aus makroökonomischer Sicht von der Warte der Schuldner aus, so ist es gewiß richtig, daß die internationale Kreditaufnahme an und für sich nichts Negatives ist, sondern vorteilhaft sein kann, und es oft auch tatsächlich ist, sofern sie nicht die Zukunft des Schuldnerlandes über Gebühr belastet. Diese Bedingung wird so lange erfüllt, als (a) die aufgenommenen Mittel zur Erhöhung der Investitionen verwendet werden, (b) die Investitionen in ausreichendem Maße den Export- und/oder Importsubstitutionsindustrien zugute kommen, um die Bedienung der entstehenden Auslandsschuld ohne eine einschneidende Verschlechterung der realen Austauschbedingungen des Landes zu ermöglichen, und (c) die Produktivität der Investitionen, was Punkt (b) anbelangt, deren reale Zinskosten berücksichtigt. Es ist klar, daß die internationale Kreditaufnahme der vergangenen neun Jahre diesen Anforderungen in einigen wichtigen

Gesichtspunkten nicht entsprochen hat. Einmal bedeuteten die durch die Ölpreise verursachten Leistungsbilanzdefizite, so unvermeidbar sie auch waren, daß viele Kreditaufnahmen kein inländisches Gegenstück in Form von Investitionen hatten, sondern nur zusätzliche Zahlungsbilanzfinanzierungen waren. Überdies wäre ein Großteil der Kreditaufnahme zu realen Zinssätzen von Null oder fast Null als unwirtschaftlich erschienen, wenn das Zinsniveau der jüngsten Vergangenheit vorhergesehen worden wäre. Auch soweit Investitionen zum Aufbau des Exportpotentials der Schuldnerländer verwendet wurden, bedeuten die derzeitige Schwäche der Weltnachfrage und die sich ausbreitenden protektionistischen Tendenzen in den Industrieländern, daß vorläufig einige von diesen Investitionen keine Früchte tragen können. Daher kann man sich mit der aus der derzeitigen weltwirtschaftlichen Situation gewonnenen Erfahrung kaum der Schlußfolgerung entziehen, daß die internationale Kreditaufnahme seit 1974 nicht immer sehr zum Vorteil der Schuldnerländer gereichte, obwohl ein wesentlicher Teil davon zwangsläufig das Ergebnis der zwei Phasen von Ölpreisschüben war.

Betrachtet man die Entwicklungen seit 1974 vom Standpunkt der Banken, so führte die Tatsache, daß so viele Länder von Umschuldungsoperationen und/oder von offizieller Unterstützung Gebrauch machen mußten, in einigen Kreisen zu der Ansicht, daß in der Vergangenheit fast die gesamte Bankkreditvergabe an gewisse Ländergruppen fehlgeleitet und unverantwortlich war. Diese Auffassung ist, gelinde ausgedrückt, viel zu verallgemeinernd. Sie scheint fast gänzlich zu übersehen, in welchem Ausmaß das Funktionieren der Weltwirtschaft und des internationalen Finanzsystems seit 1974 und im besonderen im Anschluß an die aufeinanderfolgenden Ölpreisschocks von der Vermittlerrolle der internationalen Banken abhängig war.

Ein Vorwurf, der manchmal an die Banken gerichtet wird, ist, daß ihr Bestreben, ihr internationales Engagement nicht weiter auszubauen und es in einigen Fällen zu verringern, einem Zugeständnis gleichkommt, daß ihre vergangene Kreditvergabepolitik auf diesem Gebiet falsch war. Um diesen Vorwurf in das rechte Licht zu rücken, mag es nützlich sein, sich vorzustellen, was in einem nationalen Rahmen passieren würde, wenn in einer Rezession die Banken plötzlich den Fluß neuer Kredite zum Unternehmenssektor abschnitten und begännen, bestehende kurzfristige Kreditlinien auslaufen zu lassen. Das Ergebnis wäre zwangsläufig ein finanzieller Zusammenbruch, der sogar solide geführten Firmen einschließlich der Banken drohen könnte, abgesehen von den weiteren Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage und die allgemeine Wirtschaftslage. Ein derartiger finanzieller Kollaps würde keine leichtfertigen Schlußfolgerungen in bezug auf die Qualität der Bankausleihungen und der Unternehmensinvestitionen vor dem Ausbruch der Krise erlauben, während man sicher von der Annahme ausgehen könnte, daß etwas bei der Globalsteuerung der Wirtschaft ernsthaft schiefgelaufen sein muß.

Das soll natürlich nicht in Abrede stellen, daß die Banken bei ihrer internationalen Kreditvergabe einige schwere Fehler begangen haben, vor allem in der Annahme, daß die Kreditvergabe an Staaten irgendwie weniger risikoreich sei als etwa Ausleihungen an Unternehmen. Trotzdem sind gerade der gegenwärtige Schwächezustand der Weltwirtschaft und der allgemeine Mangel an Vertrauen kein

geeigneter Hintergrund, um über vergangenes Verhalten pauschal zu urteilen. Zwar müssen einzelne Kredite bedient und zurückgezahlt werden und werden nicht immer automatisch erneuert, doch verläuft aus makroökonomischer Sicht die Kreditvergabe unvermeidlich immer in einer Richtung. Würde man versuchen, sie insgesamt aufzulösen oder auch nur ihr Wachstum aufzuhalten, so hätte dies, wenn es nicht verhindert wird, zweifelsohne auf internationaler Ebene noch ernstere finanzielle und wirtschaftliche Auswirkungen als in einer Einzelwirtschaft.

Wenn man auch nicht bestreiten kann, daß es seit 1974 zeitweilig eine übermäßige Kreditvergabe der Banken und eine übermäßige Verschuldung der Defizitländer gegeben hat, so müssen gleichwohl diese Vorgänge in Zusammenhang mit der Evolution der Weltwirtschaft gesehen werden. Während der Neunjahresperiode von Ende 1973 bis Ende 1982 gab es erstens eine Phase ziemlich hoher Inflation, der nach der zweiten Runde der Ölpreissteigerungen ein weit verbreiteter Desinflationsprozeß in den Industrieländern folgte. Unter diesen Umständen war es nicht immer leicht, sich ein fundiertes Urteil über die realen wirtschaftlichen Aussichten zu bilden. Insbesondere waren die von den Industrieländern in den Jahren 1977/78 verfolgte Wachstumspolitik und vor allem die Orientierung der US-Geldpolitik zu dieser Zeit im wesentlichen für den Kreditnehmermarkt für internationale Bankmittel verantwortlich, der sich 1977 herauszubilden begann und der es sowohl den Kreditnehmerländern als auch den Banken erschwerte, die erforderliche Zurückhaltung zu üben. Das Entstehen des Kreditnehmermarkts trug im Verein mit den darauf folgenden neuerlichen Ölpreissteigerungen dazu bei, den Weg in die gegenwärtige internationale Schuldenkrise zu ebnen.

Bei der Behandlung der Schuldenprobleme, die im Jahr 1982 auftraten, war es sowohl für die nationalen als auch für die internationalen Behörden die vordringlichste Aufgabe, eine Umkehr der in Problemländer fließenden internationalen Kreditströme zu verhindern und sicherzustellen, daß ihnen eine ausreichende Menge neuer Kredite zur Verfügung gestellt wurde. Dies führte in einigen Fällen zum Einsatz von Maßnahmen, die unter normalen Umständen undenkbar wären und die längerfristig gesehen einige Nachteile mit sich bringen; andere Bestandteile der zur Erhaltung der internationalen Kreditströme eingesetzten offiziellen Strategie mögen jedoch den Weg zu längerfristigen Lösungen weisen.

Da angesichts der in Rede stehenden Beträge ein Ersatz der privaten Mittel durch offizielle nicht in Frage kam, wurde in den Hauptproblemfällen der Weg eingeschlagen, offizielle Unterstützung, vor allem in Form von IWF-Krediten, von einer weiteren Kreditvergabe der Banken abhängig zu machen. Die Verknüpfung der Fondskredite mit Auflagen, die durchgreifende wirtschaftliche Anpassungsprogramme in den Schuldnerländern selbst bedingen, eröffnet die Aussicht, daß die Zahlungsschwierigkeiten dieser Länder überwunden werden, und macht für die Banken eine weitere Kreditvergabe an diese annehmbar. Der heikelste Punkt dieser Strategie besteht darin, die richtige Ausgewogenheit zu finden, nämlich einerseits den Schuldnerländern nicht zu strenge Anpassungsprogramme aufzuerlegen, die weder im Interesse ihrer eigenen wirtschaftlichen oder politischen Stabilität noch jener der gesamten Weltwirtschaft wären, und andererseits nicht durch übertriebene Großzügigkeit den Tag des Zusammenbruchs bloß hinauszuschieben. Da die Ausarbeitung und Verhandlung von Anpassungsprogrammen im Rahmen des Fonds in

der Regel eine gewisse Zeit dauern, während der die Schuldnerländer sehr dringend Unterstützung benötigen, stellten die Währungsbehörden der Industrieländer zu meist über die BIZ kurzfristige Liquiditätshilfen zur Überbrückung dieser zeitlichen Lücke zur Verfügung. Darüber hinaus haben einige Zentralbanken auf die Banken ihres Zuständigkeitsbereichs direkt eingewirkt, damit diese ihre kurzfristigen Kreditlinien für die Schuldnerländer und im besonderen für die ausländischen Filialen der Banken dieser Länder, die die internationalen Geldmärkte als Quelle für Zahlungsbilanzfinanzierungen benutzten, offen ließen. Dieses Einwirken beinhaltete sogar den Appell an Banken, vorher zurückgenommene kurzfristige Zwischenbankkreditlinien wiederherzustellen.

Mit Hilfe der tatkräftigen Stützungsoperationen von Regierungen, Zentralbanken und internationalen Währungsinstitutionen konnte das internationale Finanzsystem vor allem deshalb über Wasser gehalten werden, weil die Banken selbst eingesehen haben, daß es zur Absicherung ihrer Aktiva keine Alternative zur weiteren Kreditvergabe gibt, wobei das Hauptproblem für die Banken darin liegt, untereinander eine gerechte Lastenverteilung und ein solidarisches Verhalten zu erreichen. Gleichzeitig ist klar, daß diese Art von „induzierter“ Kreditvergabe der Banken nur als Stillhalteoperation gesehen werden kann. Eine echte Verbesserung des internationalen Kreditklimas kann nur von einer Verbesserung der Auslandszahlungspositionen der Schuldnerländer ausgehen; der Schlüssel hierzu liegt einerseits in der eigenen Anpassungspolitik dieser Länder und andererseits in einem weltwirtschaftlichen Klima sowie einer geeigneten Handelspolitik der Industrieländer, die den Schuldnerländern ein anhaltendes Wachstum ihrer Exporte ermöglichen.

Internationale Anleihemärkte

Im Jahr 1982 erlebten die internationalen Anleihemärkte einen beispiellosen Aufschwung, wobei sich das Gesamtvolumen der Neuemissionen um fast 50% von \$ 48,8 Mrd. auf einen Rekordbetrag von \$ 71,7 Mrd. erhöhte. Die Zunahme konzentrierte sich vor allem auf den Bereich der Euroanleihen, wo die Neuemissionen um fast \$ 20 auf 46,5 Mrd. stiegen; der Umfang der Neubegebungen an Auslandsanleihen nahm im Gegensatz dazu nur geringfügig um \$ 3,6 auf 25,2 Mrd. zu.

Die Emissionstätigkeit auf dem Euroanleihemarkt war besonders lebhaft in der ersten Jahreshälfte, als die Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten und das weiterhin hohe Dollarzinsniveau – teilweise auch Erwartungen in bezug auf dessen Rückgang – die Nachfrage nach Eurodollaranleihen nach oben schnellen ließen. Dadurch wurden die Eurodollarsätze für erstklassige Schuldner beträchtlich unter die entsprechenden Renditen in den USA gedrückt. Deshalb neigten die Schuldner dazu, ihre Emissionstätigkeit von den US-Märkten auf die Euroanleihemärkte zu verlagern. Dies galt im besonderen für US-Gesellschaften, die im ersten Halbjahr einen ungewöhnlich großen Anteil – über 40% – ihrer Emissionen auf den internationalen Anleihemärkten auflegten.

Im dritten Quartal des Jahres führten die ausgeprägte Erholung des inländischen US-Kapitalmarkts und die vorübergehende Abnahme seines Zinsaufschlags gegenüber dem Euroanleihemarkt einen wesentlichen Teil dieses Geschäfts in die

USA zurück. Während der Umfang der Euroanleiheemissionen schrumpfte, zogen die Auslandsemissionen in den USA kräftig an, und die US-Gesellschaften wickelten den Großteil ihrer Anleihefinanzierung am heimischen Markt ab. Im vierten Quartal des Jahres stieg erneut der Zinsaufschlag, der für Begebungen in den USA geboten werden mußte, so daß einige Ausleihungen wiederum auf den Euroanleihemarkt verlagert wurden.

Insgesamt gesehen lag die Nachfrage der Investoren nach Euroanleihen und im besonderen Dollaranleihen in der zweiten Jahreshälfte, als die Renditen stark sanken, auf einem deutlich niedrigeren Niveau als in der ersten Jahreshälfte. Diese Entwicklung war offenbar sowohl auf das Ende des Höhenflugs des Dollars auf dem Devisenmarkt, das die Erwartungen weiterer Kursgewinne reduzierte, als auch auf das niedrigere Zinsniveau, das offensichtlich Erwartungen weiterer Kapitalgewinne dämpfte, zurückzuführen. Andererseits ermöglichte die Wiederherstellung einer normalen Laufzeitenstruktur, mit dem damit einhergehenden starken Rückgang der kurzfristigen Zinssätze, es gewerbsmäßigen Anleihemaklern, ihre Anleihebestände aufzustocken.

Das niedrigere Niveau der Anleiherenditen im späteren Verlauf des Jahres 1982 bot natürlich einen größeren Anreiz für Schuldner, aber die Wiederbelebung der Emissionstätigkeit war, wie namentlich im Fall der US-Unternehmen, im wesentlichen auf die inländischen Märkte konzentriert. Zudem verringerte die deutliche Verlangsamung der internationalen Bankkreditvergabe die eigenen Refinanzierungserfordernisse der Banken. Diese Tatsache war zusammen mit einem tendenziellen Rückgang der Zinssätze eine der Hauptursachen, die vom ersten zum zweiten Halbjahr den Umfang der Anleiheemissionen zu variablen Zinssätzen deutlich zurückgehen ließen.

Betrachtet man das Jahr insgesamt, so zeigt sich als ein wichtiger Grund für die sehr starke Aktivität auf dem Eurobondmarkt wiederum dessen Flexibilität und Innovationsfähigkeit. Abgezinste Anleihen fanden im frühen Verlauf des Jahres eine sehr gute Aufnahme bei den Investoren, bevor Änderungen der Steuergesetzgebung den Markt für diese Wertpapierart verengten. Eine weitere Technik, die großen Zuspruch vor allem in der zweiten Jahreshälfte gewann, waren die sogenannten „Zinssatzswaps“, bei denen die Banken ihre eigenen festverzinslichen Anleiheschulden gegen variabel verzinsliche Schulden ihrer Kunden tauschten und somit langfristige Mittel zu variablen Zinssätzen erhielten, ohne einen Aufschlag über LIBOR zahlen zu müssen. Andere beliebte Finanzierungsinstrumente im letzten Jahr waren Optionsanleihen, Anleihen mit teilweiser und mit aufgeschobener Zahlung der Zeichnungsbeträge, Anleihen mit Währungsswaps und verlängerbare Schuldverschreibungen, die den Anlegern die Möglichkeit geben, die Fälligkeit hinauszuschieben. Andererseits erleichterte die Lockerung der Zulassungserfordernisse der US-Börsenaufsichtsbehörde zu Beginn des Frühjahrs 1982 ausländischen Emittenten tendenziell den Zugang zum US-Markt und verringerte dadurch den komparativen Vorteil des Euroanleihemarkts.

Was die Währungsstruktur der internationalen Anleiheverschuldung angeht, war 1982 vor allem das Jahr des Dollars. Die starke Position dieser Währung auf den Devisenmärkten, ihr hoher Zinsertrag und der Aufschlag gegenüber anderen

Internationale Anleihen¹

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen				Auslandsanleihen			
		Ins-gesamt	darunter			Ins-gesamt	darunter		
			US-Dollar	Deutsche Mark	nicht-öffentlich		in den USA	in der Schweiz	nicht-öffentlich
Millionen US-Dollar									
Westeuropa	1980	9070	4860	2110	1510	5930	610	3380	2110
	1981	7580	5230	860	660	5440	640	3070	1390
	1982	16550	12690	1920	1160	5250	780	2350	1350
	1983/I	7290	5870	750	510	2090	150	1030	990
Kanada	1980	1440	1150	60	100	1740	1500	160	320
	1981	5010	4060	130	20	5950	4800	870	1040
	1982	6920	5600	100	180	4440	2700	1330	790
	1983/I	940	600	80	40	1020	730	290	100
USA	1980	4390	3960	120	260	1370		200	110
	1981	5850	5700	30	70	700		700	470
	1982	13020	12340	530	70	1790		1470	890
	1983/I	2050	1910	100	60	500		500	400
Sonstige entwickelte Länder ²	1980	2260	1220	780	170	2620	—	2310	1950
	1981	3260	2520	230	200	3040	320	2370	1920
	1982	3860	3050	480	270	5740	400	4440	3200
	1983/I	1440	980	370	—	2550	—	2380	1840
Übrige Länder	1980	1180	750	390	—	570	80	140	130
	1981	2300	2040	90	210	1120	440	80	350
	1982	2820	2510	220	—	520	—	200	310
	1983/I	40	—	40	—	140	—	—	40
Internationale Institutionen	1980	2170	1710	—	530	6700	900	1340	3230
	1981	3180	2000	40	1150	5330	1380	1080	870
	1982	3280	2490	—	150	7460	2150	1530	1010
	1983/I	990	600	—	60	1820	400	170	120
Insgesamt begebene Anleihen	1980	20510	13650	3460	2570	18930	3090	7530	7850
	1981	27180	21550	1380	2310	21580	7580	8170	6040
	1982	46450	38680	3250	1830	25200	6030	11320	7550
	1983/I	12750	9960	1340	670	8120	1280	4370	3490

¹Nach Angaben der OECD. ²Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika.

Anleihewährungen, der selbst nach einer beträchtlichen Verringerung des Zinsgefälles am kurzen Ende anhielt, sowie die führende Rolle von US-Schuldnern bedeuteten, daß ein ungewöhnlich großer Anteil der Euroanleiheemissionen auf Dollar lautete. Für das Jahr insgesamt erhöhte sich der Dollarbetrag der gesamten Euroanleiheemissionen von \$ 21,6 auf 38,7 Mrd. Die Begebung von Auslandsanleihen auf dem US-Markt ging, trotz einer kurzfristigen Beschleunigung im dritten Quartal, vor allem infolge der höheren Zinskosten von \$ 7,6 auf 6 Mrd. zurück.

Neuemissionen auf den Euroanleihe- und Auslandsanleihemärkten in D-Mark, die im Jahr 1981 besonders gedrückt waren, erhöhten sich im vergangenen Jahr um \$ 2,8 auf 5,4 Mrd., blieben aber unter dem Niveau, das sie in den späten siebziger Jahren erreicht hatten. Die Auslandsbegebungen in der Schweiz erhöhten sich um \$ 3,2 auf 11,3 Mrd. Zusätzlich zur traditionellen Kreditaufnahme der internationalen Institutionen, die von \$ 1,1 auf 1,5 Mrd. stieg, erlebte der Markt ein

Aufgliederung internationaler Anleihen nach Wertpapierarten

	1980	1981	Jahr	1982				1983
				1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal
Millionen US-Dollar								
Anleihen insgesamt	39440	48760	71650	19880	18720	17290	15760	20870
<i>davon:</i>								
festverzinsliche Anleihen*	30710	36900	57630	14380	14330	15550	13370	16350
variabel verzinsliche Anleihen	4820	7450	11390	4130	4070	1360	1830	3140
Wandelanleihen	3910	4410	2630	1370	320	380	560	1380

* Ohne Wandlungsrecht; einschließlich abgezinster Anleihen und Privatplazierungen.

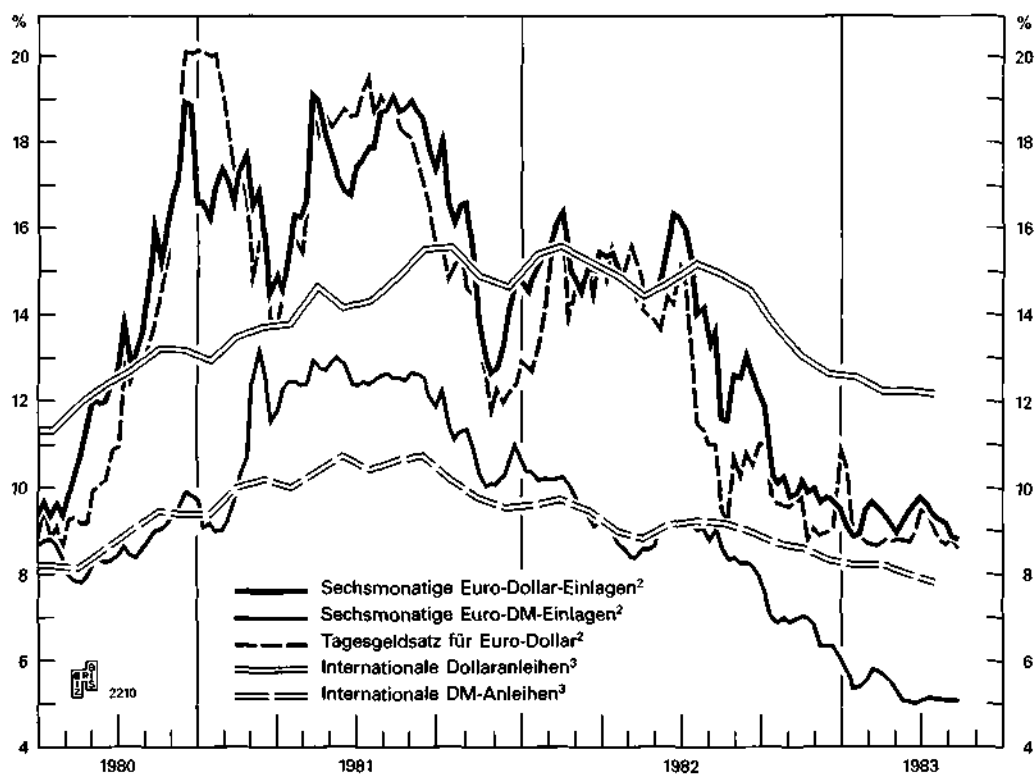
Anschwellen der Angebote japanischer Schuldner von \$ 2,0 auf 3,7 Mrd., die vom relativ niedrigen Zinsniveau und dem offenbar geringen Wechselkursrisiko angezogen wurden.

Gegen Jahresende 1982 und Anfang 1983 führte die vorübergehende Kurs-erholung der europäischen Währungen zusätzlich zu den anhaltenden Bemühungen öffentlicher Stellen, den Markt zu fördern, zu einer kräftigen Ausweitung von auf Europäische Währungseinheiten (ECU) lautenden Emissionen, die 1982 fast \$ 1 Mrd. ausmachten. Schuldner betrachteten diese Emissionen als ein willkommenes Mittel zur Diversifizierung von Wechselkursrisiken, während Investoren, vor allem in europäischen Ländern, die strenge Devisenkontrollbestimmungen hatten, wo der Erwerb dieser Anleihen aber erlaubt war, sich dafür wegen des Gewichts, das die D-Mark in diesem die ECU definierenden Währungskorb hatte, interessierten.

Hinsichtlich der einzelnen Gruppen von Kreditnehmern waren ein besonderes Merkmal des Markts im vergangenen Jahr sein erhöhtes Risikobewußtsein und seine ausgeprägte Präferenz für erstklassige Kreditnehmer. Dies fand seinen Niederschlag in höheren Zinsaufschlägen, die einzelne Gruppen von Kreditnehmern hinnehmen mußten. Die Hauptbegünstigten dieses Trends waren große US-Unternehmen, die ihr Emissionsvolumen im vergangenen Jahr um \$ 8,3 auf 14,8 Mrd. vergrößerten. Zusätzlich zur privaten Kreditaufnahme, die teilweise von Bestrebungen zur Verbesserung der Bilanzstrukturen angeregt wurde, nahmen Regierungen und andere öffentliche Stellen die Märkte zu Zwecken der Budget- und Zahlungsbilanzfinanzierung in Anspruch. Mit Neuaufnahmen in Höhe von \$ 11,4 Mrd. waren kanadische Stellen die zweitgrößten Kreditnehmer; angesichts der höheren Kosten der Kreditaufnahme auf dem US-Markt während fast des gesamten Jahres 1982 wurde im Gegensatz zu 1981 der Großteil dieser Mittel auf dem Euroanleihemarkt aufgenommen. Der drittgrößte Kreditnehmer waren französische öffentliche Stellen, deren gesamte Neuemissionen auf den internationalen Märkten von \$ 2,9 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 7,9 Mrd. zunahmen. Unter den anderen Kreditnehmern in den Industrieländern wandten sich auch japanische Unternehmen zunehmend an die internationalen Märkte mit einem Emissionsvolumen von \$ 6,2 Mrd., von dem ein beträchtlicher Teil die Form von Privatplazierungen hatte.

Die Probleme, die die wichtigsten Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in ihrer außenwirtschaftlichen Zahlungslage antrafen, führten faktisch zu ihrem Verschwin-

Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar und DM-Anleihen¹



¹ Die Anleiherenditen werden nach der durchschnittlichen Restlaufzeit berechnet. ² Wochendurchschnitte von täglichen Notierungen. ³ Monatsdurchschnitte.

den von den internationalen Anleihemärkten im Laufe des zweiten Halbjahrs. Im gesamten Jahr belief sich der Anteil der Neuinanspruchnahmen durch Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (ohne Offshore-Finanzplätze) auf weniger als 4%, verglichen mit 6% im Jahr 1981; von den Neuemissionen in Höhe von \$ 2,8 Mrd. entfielen fast 60% auf Mexiko. Internationale Entwicklungsinstitutionen, die ihr Emissionsvolumen von \$ 5 auf 7,3 Mrd. erhöhten, konnten ihren Marktanteil von 10% gerade noch halten. Der Großteil dieser Summe wurde, wie üblich, auf den inländischen Märkten aufgenommen.

Im Januar 1983 belebte sich die Emissionstätigkeit auf den internationalen Anleihemärkten kräftig. Obwohl sie dann etwas nachließ, als der Rückgang der Dollarzinssätze auszulaufen schien, erreichte das Emissionsvolumen im gesamten ersten Quartal mit \$ 20,9 Mrd. einen neuen absoluten Höchstwert, der um \$ 5,1 Mrd. oder fast ein Drittel über dem entsprechenden Wert vom vierten Quartal 1982 lag. Die größere Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Dollarzinsen zeigte sich in einer Belebung der Begebungen von variabel verzinslichen Anleihen, die von \$ 1,8 auf 3,1 Mrd. zunahm. Die gute Verfassung der Aktienmärkte war der Hauptgrund für eine Zunahme der Begebungen von Wandelschuldverschreibungen von \$ 0,6 Mrd. im Vorquartal auf \$ 1,4 Mrd.

VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGSLAGE

Schwerpunkte

Dieses Kapitel konzentriert sich auf zwei Hauptgebiete, die Devisenmärkte und die internationale Liquidität, wobei sowohl die neuesten Entwicklungen als auch einige längerfristige Gesichtspunkte behandelt werden.

Das hervorstechendste Merkmal der Wechselkursentwicklung seit Ende 1981 war die andauernde Stärke des US-Dollars gegenüber den übrigen Hauptwährungen mit Ausnahme einer kurzen Unterbrechung gegen Ende 1982. Trotz einer beträchtlichen Verschlechterung der US-Leistungsbilanz erhöhte sich der gewogene Außenwert des Dollars von Ende 1981 bis Anfang Mai 1983 um fast 14%, was vor allem dem gemeinsamen Einfluß von günstigen Zinsgefällen und Befürchtungen über die Auswirkungen der außenwirtschaftlichen Schuldenprobleme einiger bedeutender Schuldnerländer auf das internationale Bankensystem zuzuschreiben war. Obwohl der Yen gegenüber dem Dollar beträchtlich schwankte, blieb er in der Berichtsperiode aufgrund umfangreicher, hauptsächlich durch das relativ niedrige inländische Zinsniveau bedingter Nettokapitalabflüsse grundsätzlich schwach. Das Pfund wertete sich in den letzten Monaten des Jahres 1982 und Anfang 1983 teilweise wegen der nachgebenden Ölpreise ziemlich stark ab, machte aber in der Folge einen Teil seiner Verluste wieder wett, als sich die Ölpreise ab März 1983 stabilisierten.

In Europa konnte die relative Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar angesichts des fortbestehenden Inflationsgefälles zwischen den EWS-Ländern in den vergangenen eineinhalb Jahren wiederkehrende Spannungen innerhalb des EWS-Wechselkursverbunds nicht verhindern, so daß es von Februar 1982 bis März 1983 zu drei weiteren Leitkursanpassungen der Partnerwährungen kam. Ein Rückblick auf die Wirkungsweise des EWS-Wechselkursverbunds seit März 1979 läßt den Schluß zu, daß sein Bestehen zu einer stärkeren, aber noch immer unzureichenden Annäherung der Wirtschaftspolitiken der Partnerstaaten geführt hat, als es sonst der Fall gewesen wäre, und die Wechselkursbeziehungen zwischen den Mitgliedsländern gegen kurzfristige Variabilität abgeschirmt wurden.

Die Analyse der Bewegungen der bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber der D-Mark, dem Yen und dem Pfund Sterling seit 1977 kommt zu dem Ergebnis, daß die aufgetretenen Schwankungen sowohl nominal wie real unerwünscht groß waren. Während die Behörden bei großen Schocks von außen wohl nicht viel unternehmen können, um ein deutliches Abweichen der Wechselkurse von den Kaufkraftparitäten zu verhindern, ist die Lage anders, wenn die Politik selbst Unsicherheiten bezüglich der Gleichgewichtskurse verursacht. Angesichts sich nach unten aufeinander zubewegender Inflationsraten in den wichtigsten Industrieländern könnte eine bessere Koordinierung der Wechselkurspolitik einschließlich eines gewissen Grades an konzertierter Intervention auf den Devisenmärkten helfen, einige der Unsicherheiten, die erheblich zur Wechselkursinstabilität in den vergangenen Jahren beigetragen haben, abzubauen.

Die Entwicklung auf dem Gebiet der internationalen Liquidität im Jahr 1982 ähnelte in gewisser Hinsicht der des Vorjahres, wobei die gesamten Nichtgoldreserven der Länder zurückgingen (einschließlich – und erstmals seit 1978 – einer Abnahme der zusammengefaßten Reserven der OPEC-Länder), Devisenbestände von den internationalen Märkten in die USA umgeschichtet wurden und die internationale Verschuldung vieler Länder weiter anstieg. Diese Entwicklungen ergaben sich nach einer Zeit enormen Wachstums der globalen Reserven in den siebziger Jahren und gingen in einer Vielzahl von Ländern, namentlich der Dritten Welt, mit einem noch größeren Zuwachs ihrer internationalen Verschuldung gegenüber Banken einher. Angesichts der starken Verschlechterung des Klimas auf den internationalen Kreditmärkten im vergangenen Jahr fand freilich eine Reihe von Entwicklungsländern den Zugang zu neuen internationalen Krediten gesperrt. Folglich nahm 1982 die Beanspruchung des IWF kräftig zu, und die 8. Allgemeine Quotenüberprüfung des Fonds wurde früher als ursprünglich geplant abgeschlossen, wobei man sich auf einen 47prozentigen Anstieg der Quotensumme einigte. Während es derzeit weltweit keine Knappheit an internationaler Liquidität gibt, wird die Situation vieler Entwicklungsländer in der vorhersehbaren Zukunft sehr angespannt bleiben.

Entwicklung der Wechselkurse

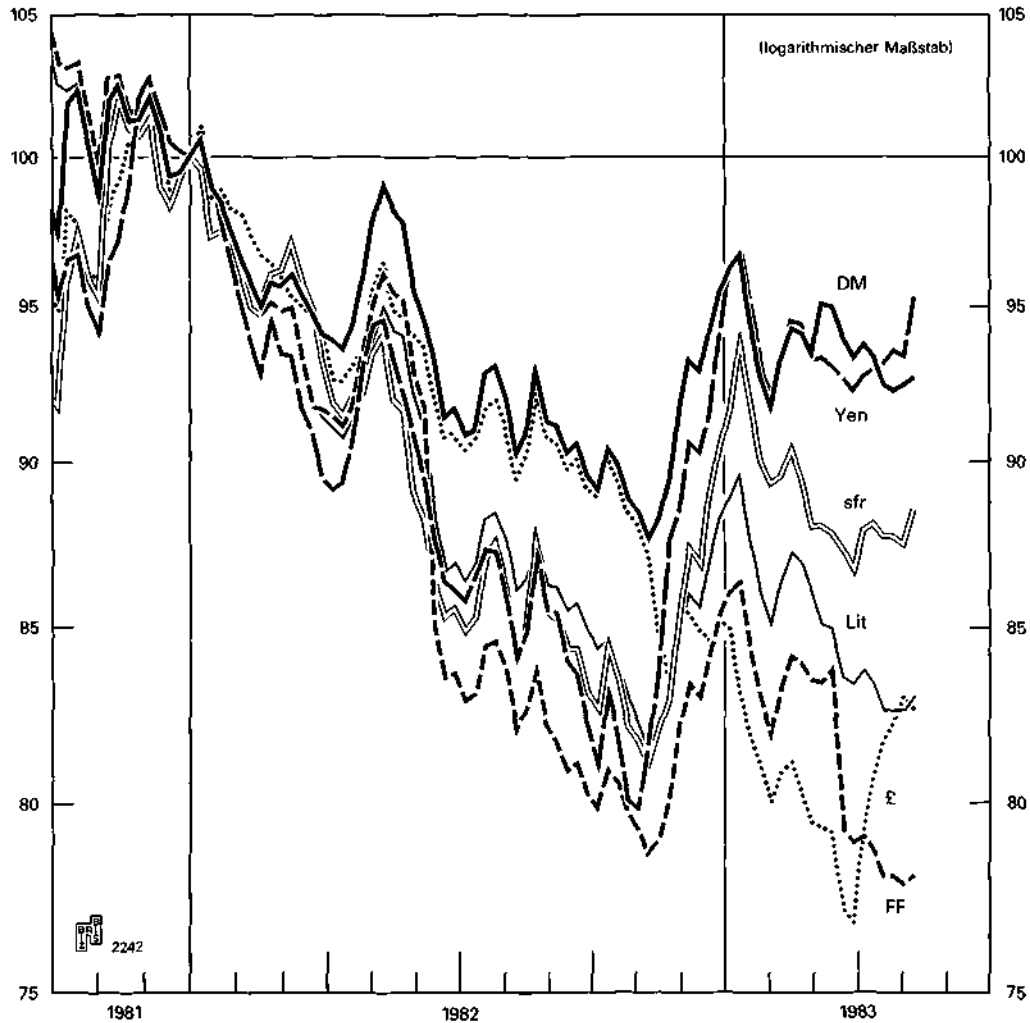
Die frei schwankenden Währungen. Die Entwicklung der wichtigsten Währungen auf den Devisenmärkten war fast im gesamten Berichtszeitraum von der anhaltenden Stärke des US-Dollars geprägt. Trotz einer deutlichen Abschwächung gegen Jahresende 1982 belief sich seine kumulierte gewogene Aufwertung von Ende 1981 bis Anfang Mai 1983 auf fast 14%. Obwohl die kurzfristigen Dollarzinsen ab Jahresmitte 1982 deutlich zurückgingen und die Leistungsbilanz der USA sich erheblich verschlechterte, dauerte seine Stärke an.

Der Dollar, der in den vorangegangenen vier Monaten eine Periode relativer Schwäche durchlaufen hatte, begann seine Aufwärtsbewegung im Dezember 1981 und festigte sich weiter bis Mitte April 1982. Zu diesem Zeitpunkt lag sein gewogener Außenwert etwa 12% über dem Stand von Ende November 1981. Hauptursache dieses neuerlichen Kursanstiegs war die deutliche Vergrößerung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars, die sowohl aus einem neuerlichen Anziehen der US-Zinssätze als auch aus weiteren Zinssenkungen in einigen anderen großen Industrieländern hervorging. Die Zinsaufschläge bei Dreimonatseurodollar gegenüber den entsprechenden Sätzen für D-Mark und Yen, die im November 1981 1½ bzw. 4½ Prozentpunkte betragen hatten, vergrößerten sich bis Mitte April 1982 auf 6¼ bzw. 8¾ Prozentpunkte. Während dieses Zeitraums war der Yen unter dem Einfluß umfangreicher Kapitalabflüsse besonders schwach und verlor bis April gegenüber dem Dollar 14% seines Wertes von Ende November 1981. Die Kursverluste der anderen wichtigen Währungen fielen etwas geringer aus: Zu den tiefsten Notierungen im April 1982 hatten, jeweils gegenüber dem Dollar, die D-Mark 9,2%, das Pfund 10,9% und der Schweizer Franken 11% an Wert verloren.

Die Aufwärtsbewegung des US-Dollars wurde im Frühjahr aufgrund eines Nachgebens der US-Zinssätze und in Erwartung offizieller Maßnahmen zur

Ausgewählte Industrieländer: Schwankungen der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar 1981–83

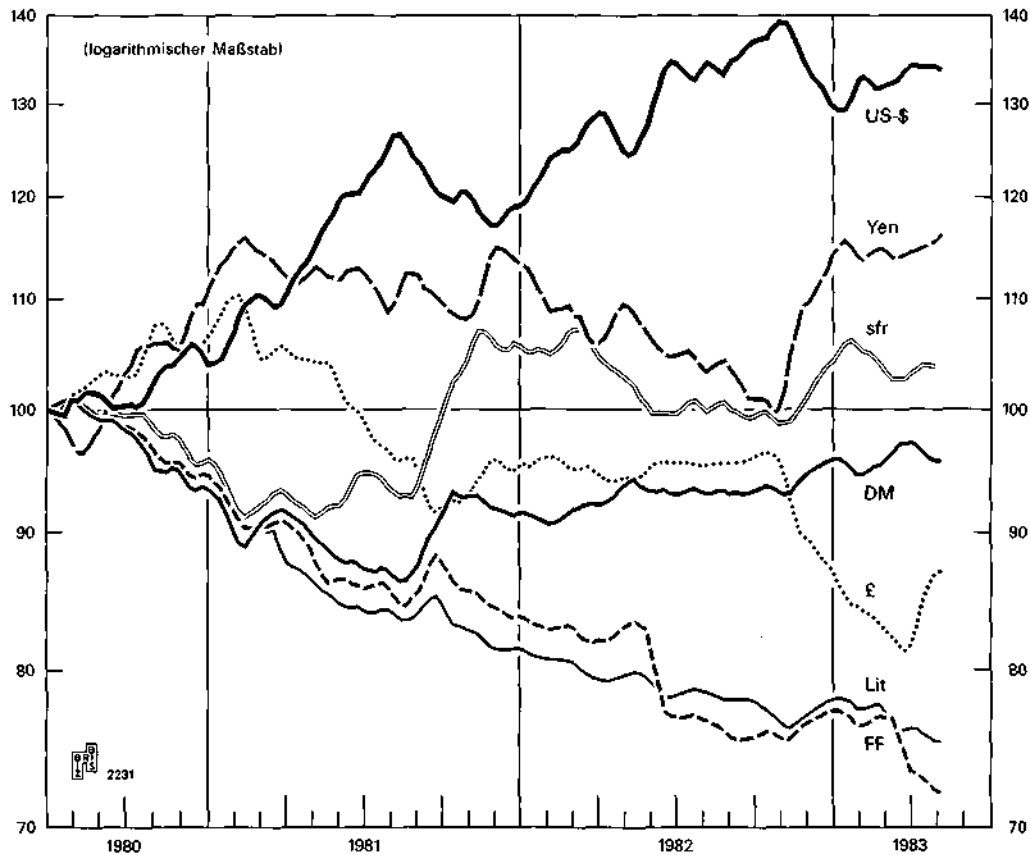
Wochendurchschnitte, Indizes: Ende 1981 = 100



Kürzung des Bundesbudgetdefizits vorübergehend unterbrochen. Obwohl einige kontinentaleuropäische Länder diese veränderte Marktstimmung zu einer weiteren Lockerung ihrer Geldpolitik nutzten, verlor der gewogene Außenwert des Dollars von Mitte April bis Mitte Mai fast 5%. Der Rückgang der kurzfristigen US-Zinssätze kam im Mai zum Stillstand und kehrte sich im Juni leicht um. Der Dollar begann sofort sich zu erholen und setzte seinen Kursanstieg trotz erneuter deutlicher Verringerung seines Zinsvorteils am kurzen Ende – von der Jahresmitte bis Mitte August fielen die kurzfristigen Dollarzinssätze um mehr als 6½ Prozentpunkte – bis Anfang November fort. Zu diesem Zeitpunkt lag sein gewogener Außenwert um 14% über dem Wert von Mitte Mai und um fast 50% über seinem Tiefpunkt vom Oktober 1978. Man kann nicht behaupten, daß dieser enorme Kursgewinn eine Reaktion auf Änderungen der grundlegenden Bedingungen darstellte

Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980–83

Dreiwochendurchschnitte, Indizes: Ende Juni 1980 = 100



– die US-Leistungsbilanz glitt im zweiten Halbjahr 1982 nach Überschüssen in den zweieinhalb Jahren zuvor in ein beträchtliches Defizit ab –, so daß sich der Dollar im November 1982 auf einer Kurshöhe befand, die ihn anfällig gegenüber Rückschlägen machte. Zu den Ursachen, die zu seiner Stärke beitrugen, gehörten eine kräftige Abschwächung des Preisauftriebs in den USA und die Auffassung, daß der Spielraum für weitere Senkungen der Dollarzinssätze nach ihrem starken Rückgang im Juli und August eng geworden war, nicht zuletzt wegen der erwarteten noch höheren Defizite im Bundeshaushalt. Daneben wurde die Nachfrage nach Dollar durch Besorgnisse über die Stabilität des internationalen Finanzsystems unmittelbar nach Ausbruch der akuten außenwirtschaftlichen Finanzierungsprobleme Mexikos und anderer Entwicklungsländer angeregt.

Von den anderen Hauptwährungen war der Yen sowohl am schwächsten als auch den größten Schwankungen unterworfen. Sein Wechselkurs gegenüber dem Dollar fiel von ¥ 232 Mitte Mai auf fast ¥ 260 Anfang Juli, d.h. um etwa 11%. Nach einer kurzen Erholung setzte er seine Abwärtsbewegung fort und notierte Mitte August ein Tief von ¥ 265. Dann gewann er innerhalb von acht Tagen 5½%, um dann auf ¥ 278,10 in den ersten Novembertagen abzusinken, den niedrigsten

Stand seit Mai 1977, der fast 17% unter dem Niveau von Mitte Mai 1982 lag. Diese ausgeprägte Schwäche zu einer Zeit, als die Inflationsrate in Japan niedriger als anderswo und die Leistungsbilanz weiterhin aktiv war, spiegelt sehr massive Nettoabflüsse von langfristigem Kapital, hauptsächlich in Verbindung mit dem niedrigen Niveau der inländischen Zinssätze, wider.

In zweitschwächster Verfassung nach dem Yen zeigte sich während dieses Zeitraums der Schweizer Franken. Angesichts der für schweizerische Verhältnisse relativ hohen Binneninflation und Zinssätzen, die im Vergleich zu denen anderer Industrieländer am niedrigsten waren, schwächte sich der Franken gegenüber dem Dollar von Anfang Mai bis zur zweiten Novemberwoche um 15,2% ab. Außerdem ging sein Kurs gegenüber der D-Mark, der von einem Hoch von sfr 0,785 Mitte März auf sfr 0,837 gegen Ende April gefallen war, weiter auf sfr 0,863 in der ersten Novemberwoche zurück. Die D-Mark schwächte sich in diesem Zeitraum gegenüber dem Dollar um 12,2% ab, gewann aber gegenüber anderen Währungen an Wert, vor allem gegenüber den Partnerwährungen im EWS-Wechselkursverbund, so daß ihr gewogener Außenwert sehr stabil blieb. Der Kurs der D-Mark gegenüber dem Dollar wurde nicht nur durch das Zinsgefälle, sondern auch von innenpolitischen Unsicherheiten und den wachsenden Anspannungen auf den internationalen Kreditmärkten betroffen. Gegenüber anderen Währungen kamen der D-Mark eine weitere Verbesserung der deutschen Leistungsbilanz und auch die vergleichsweise niedrige Inflationsrate des Landes zugute.

Das Pfund Sterling wurde am wenigsten von der Dollarstärke von Mitte Mai bis Mitte November 1982 betroffen. Gegenüber dem Dollar büßte es ca. 10% ein, doch sein gewogener Außenwert blieb im großen und ganzen unverändert. Gestützt wurde das Pfund von einer weiterhin aktiven britischen Leistungsbilanz, vom Vertrauen des Marktes auf die Antiinflationpolitik der Regierung – die die Inflationsrate auf einstellige Werte reduzieren konnte – und von einem kurzfristigen Anziehen der Ölpreise infolge der Entwicklungen im Nahen Osten.

In den letzten Wochen des Jahres 1982 veränderte sich jedoch die Marktstimmung gegenüber dem Dollar vorübergehend, und sein gewogener Außenwert fiel um fast 9% innerhalb der zwei Monate von Anfang November 1982 bis Anfang Januar 1983. Eine Reihe von Ursachen trug zu dieser Entwicklung bei. Erstens gab es Anzeichen einer ausgeprägten Verschlechterung der US-Leistungsbilanz und auch offizielle Voraussagen eines sehr großen Defizits im Jahr 1983. Zweitens interpretierte der Markt die mehrfache Senkung des offiziellen Diskontsatzes angesichts eines ziemlich raschen Wachstums der monetären Aggregate als Anzeichen einer geldpolitischen Lockerung in den USA. Drittens schwand die Besorgnis über das internationale Finanzsystem, als verschiedene Schritte zur Bewältigung der entstandenen Schuldenprobleme unternommen wurden.

Die Kursgewinne der anderen bedeutenden Währungen gegenüber dem Dollar in diesen zwei Monaten wichen ziemlich stark voneinander ab. Den höchsten Anstieg verzeichnete mit 22% der Yen. Die Verringerung des Zinsgefälles zwischen Dollar und Yen führte, verbunden mit der Auffassung des Marktes, daß der Yen auf ein unrealistisch niedriges Niveau gefallen war, zu einer raschen Umkehr der vorherigen Kapitalabflüsse aus Japan. Die D-Mark und der Schweizer Franken wer-

teten sich in diesem Zeitraum um 11,3 bzw. 16,3% auf, wobei die deutschen und die Schweizer Behörden die größere Stärke ihrer Währungen nutzten, um die inländischen monetären Bedingungen weiter zu lockern.

Das Pfund andererseits schwächte sich gegenüber dem Dollar und damit um so mehr gegenüber den anderen wichtigen Währungen ab. Die Hauptursachen für seine Schwäche lagen in der Erwartung niedrigerer Ölpreise und der wachsenden Besorgnis über das zuvor erreichte Niveau. Anfang Januar 1983 lag das Pfund gegenüber dem Dollar um 3,5% unter seinem Kurswert von Anfang November 1982, während sein gewogener Außenwert um 9,5% gefallen war.

Die Wechselkursbewegungen waren zu Beginn des Jahres 1983 insgesamt betrachtet vom Wiedererstarren des Dollars geprägt. Als Hoffnungen auf einen weiteren Rückgang der US-Zinsen angesichts eines weiterhin kräftigen Wachstums der US-Geldaggregate schwanden, verloren die meisten Hauptwährungen von Anfang Januar bis Anfang Februar gegenüber dem Dollar um ca. 6% an Wert. Erwartungen einer Leitkursanpassung im EWS führten in der Folge zu einer Festigung der D-Mark. Obwohl sich diese Bewegung nach der Neuordnung teilweise umkehrte, glich die D-Mark einen Teil des Wertverlusts wieder aus, als der Rückfluß spekulativen Kapitals nachließ. Mitte Mai notierte sie bei ca. DM 2,46 und damit etwa 5% unter ihrem Niveau von Anfang Januar. Der Yen schwächte sich gegenüber seinem Höchststand von Anfang Januar 1983 innerhalb von zwei Wochen um 5¾% ab. Nachdem er während der folgenden drei Monate keine eindeutige Entwicklung aufwies, erholte er sich gegenüber dem Dollar Anfang Mai. Das Pfund schwächte sich weiter ab und notierte gegen Ende März, als es in Zusammenhang mit der Rücknahme des offiziellen OPEC-Rohölpreises unter Druck kam, bei ca. \$ 1,46 oder um 10,5% unter seinem Niveau von Anfang Januar. Es erholte sich jedoch Mitte Mai sehr stark auf \$ 1,56, als die Erwartungen weiterer Ölpreiskürzungen abflauten. Als Folge dieser Entwicklung und der Leitkursneuordnung innerhalb des EWS erhöhte sich der gewogene Außenwert des US-Dollars von Anfang Januar bis Mitte Mai um 5%.

Zusätzlich zu den bereits behandelten großen Kursbewegungen wiesen die Devisenmärkte in der Berichtsperiode wiederum ein hohes Maß an täglichen Schwankungen auf. Dies galt besonders für den Yen/Dollar-Kassakurs, dessen

Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkassakurse*

Jahr oder Quartal	Deutsche Mark	Yen	Pfund Sterling
1973–79 Durchschnitt	0,40 (0,36)	0,29 (0,25)	0,30 (0,27)
1980	0,47 (0,42)	0,52 (0,45)	0,37 (0,35)
1981	0,73 (0,67)	0,55 (0,52)	0,65 (0,57)
1982	0,55 (0,53)	0,64 (0,61)	0,46 (0,40)
1982 1. Quartal	0,51 (0,40)	0,65 (0,45)	0,45 (0,33)
2. Quartal	0,57 (0,54)	0,61 (0,56)	0,44 (0,40)
3. Quartal	0,63 (0,59)	0,61 (0,53)	0,52 (0,47)
4. Quartal	0,49 (0,39)	0,68 (0,46)	0,45 (0,38)
1983 1. Quartal	0,62 (0,59)	0,62 (0,59)	0,46 (0,32)

* Variabilität wird gemessen als der Durchschnitt der absoluten Werte der täglichen Prozentveränderungen. Die Werte in Klammern wurden um einen Trendfaktor bereinigt und zeigen daher das Ausmaß der „übermäßigen“ Bewegungen.

durchschnittliche tägliche Veränderungen 1982 mit über 0,6% den höchsten Wert seit dem Übergang zu freien Wechselkursen erreichten. Im Fall der D-Mark und des Pfundes waren die Schwankungen der Dollarkassakurse im vergangenen Jahr erheblich geringer als 1981, lagen aber trotzdem wesentlich über dem Durchschnitt der Zeitperiode 1973-79.

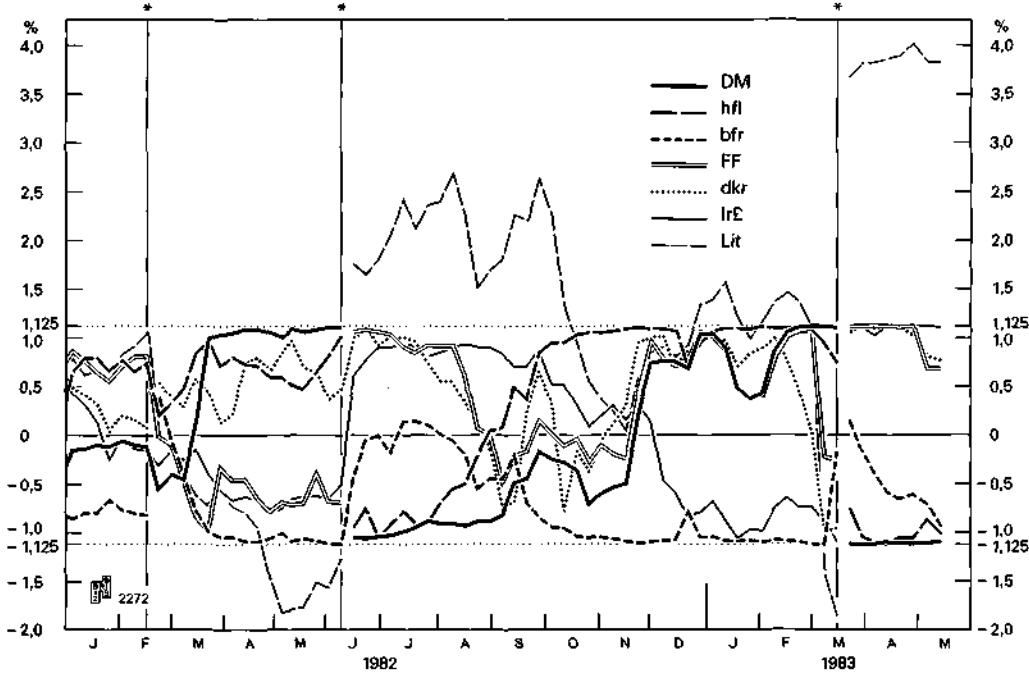
Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS. In der Berichtsperiode traten wiederholt Spannungen im Wechselkursverbund des Europäischen Währungssystems auf, in denen sich die weiterhin unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungen der Mitgliedsländer spiegelten. Als Folge gab es seit Anfang 1982 drei weitere Wechselkursanpassungen. Mit Wirkung vom 22. Februar 1982 wurden der belgische Franken und die dänische Krone um 8,5 bzw. 3% gegenüber den übrigen Partnerwährungen abgewertet; mit Wirkung vom 14. Juni 1982 wurden die D-Mark und der holländische Gulden um 4¼% aufgewertet und der französische Franken sowie die italienische Lira um 5¾ bzw. 2¾% gegenüber allen anderen Partnerwährungen abgewertet; mit Wirkung vom 21. März 1983 wurden schließlich die D-Mark um 5,5%, der holländische Gulden um 3,5%, die dänische Krone um 2,5% und der belgische Franken um 1,5% aufgewertet, während der französische Franken und die italienische Lira um 2,5% und das irische Pfund um 3,5% abgewertet wurden.

Der belgische Franken war Anfang 1982 die schwächste Währung im Verbund. Dennoch erfolgte die Februarabwertung nicht als Gegenmaßnahme auf einen unmittelbaren Druck der Devisenmärkte, sondern war Teil eines Maßnahmenpakets zur längerfristigen Stabilisierung der Wirtschaft; die Abwertung der dänischen Krone, die sich vor der Leitkursneuordnung in der Mitte des Bandes aufgehalten hatte, war eine vorsorgliche Maßnahme. Nach einer kurzfristigen Erholung fiel dann jedoch der belgische Franken bis Mitte März wieder auf seinen unteren Interventionspunkt und verblieb dort fast die ganze Zeit bis zum Realignment im Juni. Die D-Mark und der holländische Gulden wurden wieder zu den stärksten Währungen, wobei erstere wiederholt ihren oberen Interventionspunkt berührte. Der französische Franken sank Mitte März an das untere Ende des Kursbandes, erholte sich anschließend etwas aufgrund einer weiteren Anhebung der inländischen Zinssätze und einer Verschärfung der Devisenkontrollen, geriet aber Anfang Juni wieder unter Druck und konnte nur mit Hilfe massiver offizieller Intervention vor einem Absinken auf seinen unteren Interventionspunkt bewahrt werden.

Unmittelbar nach der Leitkursneufestsetzung im Juni wurden die D-Mark und der holländische Gulden an den unteren Rand der Bandbreite gedrängt, während sich der französische Franken am oberen Ende und der belgische Franken etwa in der Mitte befanden. Jedoch war diese Lage nicht von Dauer: In der zweiten Augushälfte fielen sowohl der französische als auch der belgische Franken zurück, als sich die D-Mark gegenüber dem Dollar vorübergehend festigte. Diskontsatzsenkungen in Deutschland und den Niederlanden schafften nur vorübergehend Abhilfe, und in der zweiten Septemberhälfte wurde der belgische Franken erneut zur schwächsten Währung im System und blieb in der Folge nahe am unteren Interventionspunkt. Die neuerliche Schwäche des französischen Frankens schlug sich nicht voll in den Marktkursen nieder, da er durch massive intramarginale Intervention nahe der Mitte der Bandbreite gehalten wurde.

Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbunds des EWS 1982/83

Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



* Neufestsetzung der Leitkurse mit Wirkung vom 22. Februar 1982, 14. Juni 1982 und 21. März 1983.

Die Spannungen innerhalb des EWS nahmen gegen Ende 1982 mit der Abschwächung des US-Dollars beträchtlich zu. Das Anziehen des DM-Kurses zum Dollar ging mit einer kräftigen Verbesserung der DM-Position gegenüber den Partnerwährungen einher, und im Dezember, als es zu Gerüchten über eine neuerliche Leitkursanpassung kam, rückte die D-Mark zum holländischen Gulden am oberen Rand des Bandes auf. Die Spannungen klangen nach dem Jahreswechsel etwas ab, als sich der Dollar wieder festigte und die Zinssätze in Deutschland und den Niederlanden weiter zurückgenommen wurden. Mitte Februar jedoch fand sich die D-Mark erneut am oberen Ende des Kursbandes wieder, und nach den deutschen und französischen Wahlen von Anfang März bestand Klarheit darüber, daß es früher oder später zu einem neuerlichen Realignment kommen mußte. Den französischen Franken, der sich mit Hilfe massiver offizieller Intervention seit Dezember 1982 im Gleichschritt mit der D-Mark bewegt hatte, ließ man auf seinen unteren Interventionspunkt absinken; darüber hinaus kamen andere Währungen, die als Abwertungskandidaten galten – der belgische Franken, die dänische Krone und das irische Pfund –, trotz einer weiteren Diskontsatzsenkung in Deutschland und den Niederlanden ebenfalls unter Druck.

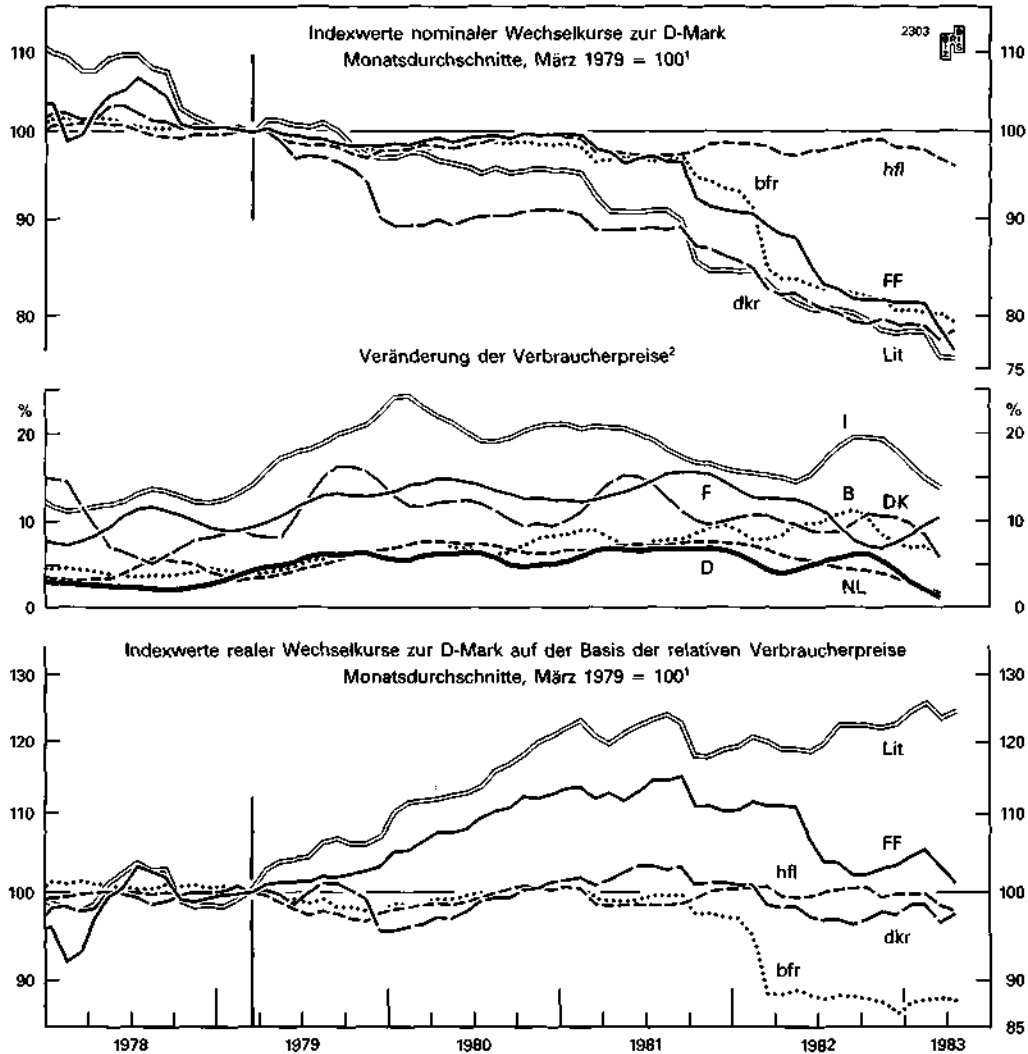
Die Verhandlungen, die zum Realignment vom März führten, waren zeitaufwendig und schwierig; der Handel auf den offiziellen Devisenmärkten der EWS-Länder wurde am 21. März – erstmals seit Errichtung des Systems – für einen Tag

ausgesetzt. Unmittelbar nach der Kursanpassung änderte sich die Lage innerhalb des Verbunds schlagartig, und die vorherigen spekulativen Kapitalflüsse kehrten sich um. Im Falle Deutschlands z.B. war es von Mitte Februar bis zum Ende der dritten Märzwoche zu spekulativen Zuflüssen in Höhe von etwa DM 12 Mrd. gekommen, davon flossen ca. DM 7 Mrd. vor Monatsende zurück. Unmittelbar nach dem Realignment fiel die D-Mark an den unteren Rand des neuen Kursbandes, wohin später der holländische Gulden nachfolgte. Auf der Gegenseite befanden sich vereint der französische Franken, die dänische Krone und das irische Pfund an oder nahe ihrem oberen Interventionspunkt, während die italienische Lira einen Sprung in die obere Hälfte ihres breiteren Bandes vollzog. Anfang Mai begannen dann jedoch der französische Franken und die dänische Krone sich vom oberen Rand des Bandes zu lösen, als die Umkehr der spekulativen Kapitalströme an Dynamik verlor.

Die Leitkursanpassung von März 1983 war die siebte im vierjährigen Bestehen des Europäischen Währungssystems. Sie führte dazu, daß gegen Ende April 1983 die Lira, der französische Franken, der belgische Franken und die dänische Krone um mehr als 20% und das irische Pfund um ca. 16½% unter ihren zur Zeit der Gründung des Verbunds im März 1979 geltenden Leitkursen zur D-Mark notierten. Wie dem oberen Abschnitt der nebenstehenden Grafik zu entnehmen ist, änderten sich die nominalen Wechselkurse innerhalb des Verbunds hauptsächlich während der etwa eineinhalb Jahre von Oktober 1981 bis März 1983. Ein Grund dafür war die sehr große Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar während fast der gesamten zweieinhalb Jahre nach März 1979. Dies dämpfte wirkungsvoll die Folgen, die die relativ niedrige Inflationsrate Deutschlands andernfalls für das Gefüge der nominalen Wechselkurse im EWS gehabt hätte. Hingegen verbuchte die D-Mark von August 1981 bis März 1983 per saldo geringere Kursgewinne gegenüber dem Dollar, nachdem Deutschlands Leistungsbilanz gegen Ende 1981 wieder Überschüsse aufzuweisen begann. Unter diesen Umständen reichte eine neuerliche Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar ab November 1981 nicht mehr aus, um sie im EWS-Wechselkursverbund unten zu halten, da sich die Wirtschaftslage und -politik Deutschlands dauerhaft von jener einiger anderer EWS-Länder abhob.

Die Häufigkeit und Größenordnung von Leitkursanpassungen im EWS-Wechselkursverbund seit Oktober 1981 waren daher auch teilweise auf die relative Stabilität der nominalen Wechselkursrelationen zwischen den Partnerwährungen in den Vorjahren zurückzuführen. Diese Stabilität war von einer Veränderung der realen Wechselkursbeziehungen begleitet, was generell eine Überbewertung der Währungen von Ländern mit höherer Binneninflation bedeutete. Derartige Veränderungen der realen Wechselkursbeziehungen sind dann nicht notwendigerweise unvereinbar mit einer relativen Stabilität der nominalen Wechselkurse, wenn sie nur von kurzer Dauer sind und über ihre Wirkung auf die Wettbewerbs- und Zahlungsbilanzpositionen einen „erzieherischen“ Einfluß auf die Wirtschaftspolitik der Länder mit höherer Inflation ausüben. Wenn dieser Einfluß jedoch nicht ausreicht, werden Leitkursanpassungen unumgänglich. Je länger zudem derartige Preisdisparitäten andauern, desto größer wird die notwendige kumulative Anpassung der nominalen Wechselkurse, was in der Folge das Vertrauen des Marktes auf die Stabilität des Systems zunehmend erschüttert. Damit EWS-Realignments Erfolg haben, müssen

Entwicklung der nominalen und realen Wechselkurse der übrigen Währungen im EWS-Wechselkursverbund gegenüber der D-Mark sowie der Verbraucherpreise in den Mitgliedsländern in den Jahren 1978–83



¹ Logarithmischer Maßstab.

² Auf Jahresrate hochgerechnete sechsmonatige Veränderungsrate gleitender Dreimonatsdurchschnitte, saisonbereinigt.

sie von ausreichenden binnenwirtschaftlichen Anpassungsprogrammen in den Abwertungsändern unterstützt werden, wobei die reale Anpassungslast um so größer sein wird, je länger sie aufgeschoben werden.

Obwohl der Wechselkursverbund des EWS nur begrenzten Erfolg hatte, eine Annäherung der Inflationsraten der Partnerländer nach unten herbeizuführen, konnte er die Wechselkursbeziehungen zwischen den Partnerwährungen gegen kurzfristige Ausschläge abschirmen, wie sie gegenüber dem US-Dollar auftraten. So

beliebte sich etwa während der vier Jahre seit der Gründung des Wechselkursverbands bis März 1983 die durchschnittliche tägliche Veränderung der D-Mark gegenüber dem französischen Franken auf 0,16%, verglichen mit einer entsprechenden Bewegung von 0,53% gegenüber dem US-Dollar und dem Yen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß das Bestehen des EWS-Wechselkursverbands zu einer größeren (wenn auch noch immer unzureichenden) Annäherung in der Wirtschaftspolitik und zu geringeren Ausschlägen der Wechselkurse der Mitgliedsländer beigetragen hat, als es ansonsten der Fall gewesen wäre. Obwohl es schwierig ist, diesen makro- und mikroökonomischen Nutzen zu quantifizieren und mit den Kosten der Aufrechterhaltung des Systems zu vergleichen, wird sich die Kosten/Nutzen-Relation günstiger entwickeln, wenn Fortschritte in Richtung auf eine größere Konvergenz des wirtschaftlichen Verhaltens erreicht werden. Man wird abwarten müssen, ob die neuesten Anpassungen der wirtschaftspolitischen Grundlinien einiger Mitgliedsländer zum Erfolg führen.

Wechselkursschwankungen: Ein Überblick über das Geschehen auf dem Dollardevisenmarkt von 1977 bis 1983

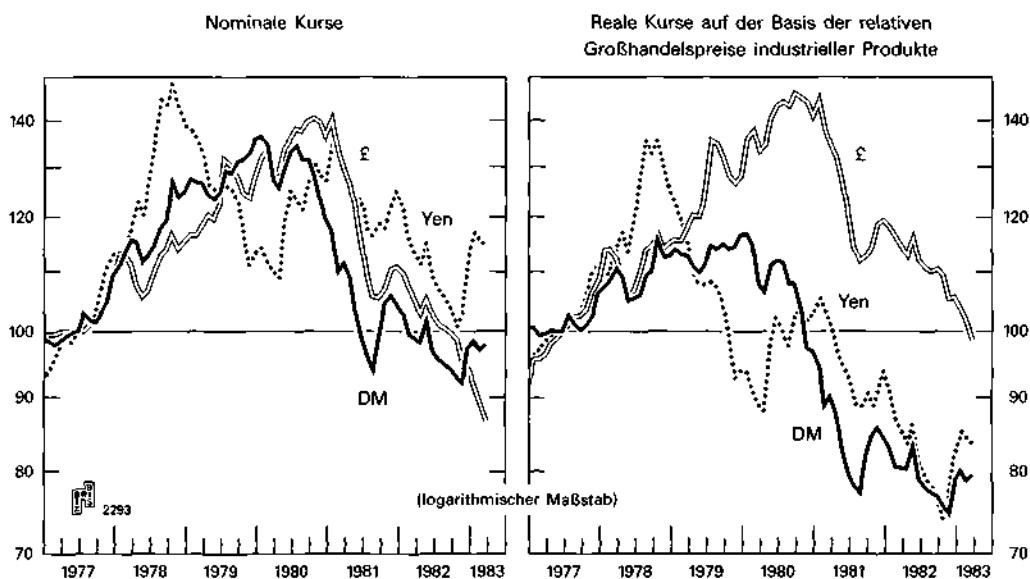
Im März 1983 sind es genau zehn Jahre, seit die wichtigsten Währungen frei schwanken. Generell kann das Geschehen auf den Devisenmärkten in diesem Jahrzehnt in drei Phasen unterteilt werden. Die erste Phase, die etwa zweieinhalb Jahre dauerte, brachte beträchtliche Unruhe auf die Märkte. Ihr folgte in den Jahren 1976 und 1977 eine Phase relativer Ruhe, was z.B. daraus hervorgeht, daß sich 1973 an 41 Geschäftstagen der DM/Dollar-Kassakurs um mehr als 1% veränderte, während dies 1976 nur einmal passierte. Im zweiten Halbjahr 1977 begann jedoch eine dritte Phase, in der sowohl die Breite als auch die Häufigkeit der Wechselkursschwankungen noch ausgeprägter waren als in der ersten Phase nach März 1973. Was waren die Hauptmerkmale dieses Wiederauflebens der Wechselkursinstabilität seit 1977, worauf ist sie hauptsächlich zurückzuführen, und welche Lehren können daraus für die Zukunft gezogen werden?

Wie in früheren Jahren lag der Schwerpunkt der Wechselkursinstabilität seit 1977 bei der Beziehung des US-Dollars zu den übrigen Hauptwährungen. Nimmt man die Werte von Mitte 1977 als Basis 100, so stieg die D-Mark gegenüber dem Dollar innerhalb von zweieinhalb Jahren auf 137, fiel von Anfang 1980 bis Sommer 1981 auf 94 zurück und schwankte seither um das Niveau von Mitte 1977. Beim Yen waren die Veränderungen noch ausgeprägter. Ausgehend von derselben Basis Mitte 1977 schnellte sein Dollarwert von 93 Anfang 1977 auf fast 150 im Oktober 1978, fiel dann bis zum Frühjahr 1980 auf unter 110 zurück, erholte sich in der Folge bis Anfang 1981 auf fast 135 und fiel anschließend bis Herbst 1982 nahezu auf sein Niveau von Mitte 1977 zurück. Bis gegen Jahresende 1982 ähnelte das Kursverhalten des Pfundes dem der D-Mark. Während aber die D-Mark und der Yen sich im Dezember 1982 und Anfang Januar 1983 gegenüber dem Dollar kurzfristig erholten, setzte das Pfund seine Abwärtsbewegung fort.

Diese Schwankungen der nominalen Wechselkurse standen nicht in systematischer Beziehung zu den Inflationsdifferenzen, was dazu führte, daß mitunter die

Veränderungen der nominalen und realen Wechselkurse der D-Mark, des Yen und des Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar 1977–83

Monatsdurchschnitte, Indizes: Juni 1977 = 100



Veränderungen der realen Wechselkurse ebenso groß oder noch größer als die der nominalen Kurse waren. Die „realen“ Wechselkurse der D-Mark und des Yen gegenüber dem Dollar, beispielsweise bereinigt um die bilaterale Disparität der Großhandelspreise industrieller Produkte, waren gegen Ende 1982 auf unter 75% ihrer zur Jahresmitte 1977 verzeichneten Höhe gefallen. Vergleicht man den realen Wechselkurs des Yen gegenüber dem Dollar gegen Ende 1982 mit seinem Höchststand von Oktober 1978, so ergibt sich für ihn ein Wertverlust von 45% oder, umgekehrt gesehen, eine reale Aufwertung des Dollars gegenüber dem Yen von 82%. Daneben traten auch starke Veränderungen der realen Wechselkursbeziehungen zwischen anderen Währungen auf.

Welche Einflüsse führten zu diesen enormen Veränderungen der nominalen und realen Wechselkurse? Aus analytischen Gründen ist es angezeigt, den Zeitraum von Mitte 1977 bis gegen Ende 1982 selbst in drei Hauptphasen zu unterteilen: Die erste Phase, die bis Herbst 1978 dauerte, war eine Zeit deutlicher Dollarschwäche; in der zweiten Phase von gegen Ende 1978 bis Herbst 1980 entwickelte sich der Dollar unterschiedlich; die dritte Phase war durch einen ausgeprägt festen Dollar während zweier Jahre gekennzeichnet.

Eine Ursache für die Schwäche des Dollars in den Jahren 1977/78 war die plötzliche, vor allem konjunkturell bedingte Verschlechterung der US-Leistungsbilanz. Im Jahr 1977 erlebte die US-Wirtschaft das dritte Jahr einer raschen Erholung von der Rezession des Jahres 1974, während die Belebung in den meisten anderen Industrieländern abflachte. Anfangs wurden die rasche Ausweitung der US-Einfuhren und das Entstehen eines US-Leistungsbilanzdefizits als belebend für die

Weltwirtschaft willkommen geheißen. Als dann jedoch für 1977 ein US-Leistungsbilanzdefizit von \$ 20 Mrd. und ein möglicherweise noch höheres Defizit für 1978 vorausgesagt wurden, schwächte sich der Dollar plötzlich ab. Seine Talfahrt verstärkte sich infolge massiver Kapitalabflüsse und entwickelte im weiteren Verlauf eine Eigendynamik. Die Auswirkung auf die US-Inlandspreise erhöhte das Inflationsgefälle zu anderen Ländern, und dies ebenso wie Kapitalabflüsse aus den USA, die vom Markt als Anzeichen einer zu lockeren Geldpolitik gedeutet wurden, ließen Befürchtungen eines neuerlichen Aufflammens der US-Inflation entstehen. Die Marktteilnehmer hatten deshalb keine festen Vorstellungen vom längerfristigen Gleichgewichtswert des Dollars und waren auch nicht bereit, sich zu seinen Gunsten einzusetzen; deshalb gab es keine eingebauten Stabilisatoren, die die Abwärtsbewegung des Dollars aufhalten konnten.

Die Behörden der übrigen hauptsächlich betroffenen Länder hatten fast von Anfang an versucht, die Talfahrt des Dollars zu bremsen. Die von ihnen ergriffenen Maßnahmen – darunter Devisenmarktintervention, Ausweitung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars und direkte Kapitalverkehrskontrollen – führten vorübergehend zu Erfolgen, kehrten aber nicht den grundlegenden Trend um. Vielmehr verschlechterte sich die Marktstimmung gegenüber dem Dollar im Herbst 1978 trotz einer sich abzeichnenden Verbesserung der US-Leistungsbilanz und einer strafferen US-Wirtschaftspolitik.

Am 1. November verkündeten die US-Behörden eine neue Strategie verstärkter und koordinierter Intervention auf den Devisenmärkten, die durch Mittel in Höhe von \$ 30 Mrd. in D-Mark, Schweizer Franken und Yen unterstützt wurde. Gleichzeitig wurden der offizielle US-Diskontsatz um einen ganzen Prozentpunkt angehoben und die Mindestreserveverordnungen für Banken erhöht. Sogar dieses dramatische Umschwenken auf eine aktivere Wechselkurspolitik von seiten der US-Behörden zu einer Zeit, als der Dollar klar unterbewertet war, führte nicht zu baldigen Ergebnissen. Nach einer anfänglich raschen Erholung des Dollars waren zwei Monate weiterer massiver Stützungsoperationen notwendig, um den Markt umzustimmen.

Der Dollar gewann zuallererst und am stärksten gegenüber dem Yen, der von erneuten Ölpreissteigerungen und von Erinnerungen an Japans Zahlungsbilanz- und Inflationsprobleme nach dem ersten Ölpreisschock in Mitleidenschaft gezogen wurde. Die nun folgende Talfahrt des Yen war noch spektakulärer als sein vorangegangener Höhenflug: Trotz massiver Intervention und verschiedener wirtschaftspolitischer Maßnahmen zur Steuerung der Kapitalbewegungen lag sein realer Wechselkurs gegenüber dem Dollar zu einem Zeitpunkt im Frühjahr 1980 um 35% unter dem Höchststand vom Herbst 1978 und 12% unter dem Niveau von Mitte 1977.

Gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken fiel die Erholung des Dollars wesentlich bescheidener und kurzfristiger aus. Als sich gegen Mitte 1979 das den Dollar begünstigende Zinsgefälle zu verringern begann, erhielt er neuerlich massive offizielle Unterstützung auf den Devisenmärkten. Als stärkste Währung dieser zweiten Phase ging das Pfund hervor, begünstigt durch Ölpreiserhöhungen und steigende inländische Zinssätze. Trotz einer kräftigen Beschleunigung der britischen Inflation trieb die Ankündigung eines restriktiven finanz- und geldpolitischen

Maßnahmenpakets durch die neue Regierung zur Jahresmitte 1980 den Wechselkurs des Pfundes gegenüber dem Dollar im September des Jahres auf einen neuen Höchststand. Eine Art Nebeneffekt dieser Entwicklungen war, daß die D-Mark, der Schweizer Franken und das Pfund sich gegenüber dem Yen 1979 und Anfang 1980 beträchtlich aufwerteten, eine Entwicklung, die in der Folge unerwünschte Auswirkungen auf die relativen internationalen Wettbewerbspositionen hatte.

Anfang Oktober 1979 kündigte der Federal Reserve Board, teilweise als Gegenreaktion auf den Druck von außen, eine tiefgreifende Änderung seiner geldpolitischen Steuerungsverfahren an, die ihm eine viel festere Kontrolle der Entwicklung der inländischen Geldaggregate ermöglichte. Diese Änderung, die zu einem scharfen Anstieg sowohl der Variabilität als auch des durchschnittlichen Niveaus der US-Zinssätze führte, leitete eine neue Phase der Devisenmarktinstabilität ein. Infolge eines bis dahin noch nie erlebten Anziehens der US-Zinssätze erstarkte der Dollar von Anfang Januar bis Anfang März 1980 deutlich, um dann im Frühjahr wieder abzusacken, als es einen der größten je verzeichneten Zinsstürze in den USA gab.

Im zweiten Halbjahr 1980 leitete ein neuerlicher kräftiger Anstieg der US-Zinssätze die dritte Phase ein, in der sich der Dollar dauerhafter erholte. Zu dieser Zeit hatten die Auswirkungen der früheren Kursverluste des Dollars zusammen mit einer konjunkturellen Schwäche der US-Wirtschaft einen beträchtlichen US-Leistungsbilanzüberschuß entstehen lassen, während sich die Leistungsbilanzsalden Deutschlands und Japans 1979 von einem Überschuß in ein Defizit gewandelt hatten. Zusätzlich begünstigten einige internationale politische Entwicklungen dieser Zeit die USA als sicheren Ort für langfristige Anlagen. Die entscheidende Determinante jedoch war das hohe Niveau der Dollarzinsätze, das sich zweifach auswirkte: zum einen durch das sich herausbildende Zinsgefälle zugunsten des Dollars und zum anderen durch die Signalwirkung für die Märkte hinsichtlich der Entschlossenheit der US-Behörden zur Inflationsbekämpfung. Für die anderen Länder war es an der Tagesordnung, offiziell massiv zu intervenieren und ihre inländische Geldpolitik teilweise den Wechselkursanforderungen unterzuordnen. Gleichwohl: Sobald der Dollar seine Aufwärtsbewegung begann, gewann sie wieder an Eigen-
dynamik.

Diese Einflüsse zusammen lösten eine spektakuläre Erholung des Dollars aus, die real gesehen die vorangegangene Schwäche mehr als wettmachte. Als erste Währungen gaben im Sommer 1980 die D-Mark und der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar nach. Bis August 1981 war die D-Mark real um 23% unter ihr Niveau von Mitte 1977 gesunken. Der Wertverlust der D-Mark gegenüber dem Dollar 1980/81 war auch durch das Überschreiten der monetären Zielgrößen der Deutschen Bundesbank beeinflusst. Der wahrgenommene Gegensatz zwischen der Geldpolitik der USA und jener Deutschlands veranlaßte die Märkte zu einer grundsätzlichen Neueinschätzung der Perspektiven für den Dollar und die D-Mark.

Für das Pfund kam der Umschwung Anfang 1981. Trotz klarer Anzeichen, daß die Wirtschaftspolitik bei der Inflationsbekämpfung schließlich erfolgreich war, und der Herausbildung eines beträchtlichen Überschusses in der britischen Leistungsbilanz reichte das zugunsten des Dollars entstehende Zinsgefälle aus, um die

Märkte umzustimmen, nachdem es wenig Aussicht auf eine weitere Aufwertung der britischen Währung zu geben schien. Bis März 1983 war das Pfund gegenüber dem Dollar real wieder unter sein Niveau von Mitte 1977 zurückgefallen und lag 32% unter seinem Höchststand von 1980.

Ungefähr zur gleichen Zeit wie das Pfund begann sich der Yen abzuschwächen, wobei seine Situation in gewisser Hinsicht ganz anders war. Es war keineswegs klar, daß der Yen gegenüber dem Dollar überbewertet war, weil sein realer Wechselkurs im zweiten Halbjahr 1980 nur wenige Prozentpunkte über seinem Dollarniveau von Mitte 1977 lag. Darüber hinaus verzeichnete Japan eine wesentlich niedrigere Inflationsrate als die USA, und die Verbesserung seiner Leistungsbilanz war weiter fortgeschritten als die Deutschlands. Trotz dieser positiven Gesichtspunkte setzte sich der Einfluß eines gegenüber dem Dollar ungünstigen Zinsgefälles durch; der Yen schwächte sich gemeinsam mit den anderen wichtigen Währungen ab, wobei sein realer Wechselkurs einmal gegen Ende 1982 auf einen Stand absank, der sich 25% unter dem Niveau von Mitte 1977 befand.

Faßt man die Erfahrungen seit 1977 zusammen, so kann man sich schwer der Erkenntnis verschließen, daß die eingetretenen Veränderungen der realen Wechselkurse der vier wichtigsten Währungen übermäßig in dem Sinne waren, daß sie zu ungerechtfertigt großen Abweichungen von den Kaufkraftparitäten geführt haben. In Anbetracht der Bedeutung des Wechselkurses für die Allokation von Produktionsfaktoren in fast allen Volkswirtschaften müssen derartige Abweichungen ungünstige wirtschaftliche Auswirkungen nach sich ziehen. Wenn die realen gewogenen Wechselkurse scharfe Rückgänge erfahren, so lösen sie in den betroffenen Ländern Auftriebstendenzen bei den inländischen Preisen aus und verstärken eher die inflationären Erwartungen, ungeachtet der Ausrichtung der inländischen Wirtschaftspolitik. Um einer derartigen importierten Inflation entgegenzuwirken, müssen die betroffenen Länder – so Deutschland in den Jahren 1980/81 – zur Unterstützung des Wechselkurses die Zinssätze zu Zeiten schwacher inländischer Nachfrage anheben. Gleichermaßen zeigte das Beispiel der USA, daß eine ausreichend starke Aufwertung des realen Wechselkurses, die in der Folge die Wettbewerbsposition eines Landes verschlechtert, geeignet ist, den protektionistischen Druck zu verstärken. Hatten viele Beobachter zu Beginn des Systems flexibler Wechselkurse im Jahr 1973 geglaubt, daß dieses sowohl den Ländern mehr Spielraum bietet, eine unabhängige Geldpolitik zu verfolgen, als auch den freien internationalen Austausch von Gütern und Dienstleistungen erhalten hilft, so zeigte sich in der Praxis, daß die flexiblen Wechselkurse manchmal gegenteilige Auswirkungen hatten.

Was kann man in Zukunft tun, um übermäßige Ausschläge der realen Wechselkurse zu verhindern? Märkte wirken nur dann stabilisierend, wenn sich die Teilnehmer ausreichend feste Vorstellungen vom längerfristigen Gleichgewichtsniveau der Wechselkurse bilden. Eine Reihe von Umständen erschwerte dies den Marktteilnehmern in den vergangenen Jahren sehr. Dazu gehörten Einwirkungen von außen wie die großen Ölpreisschübe und die internationalen politischen Krisen oder auch gewisse wirtschaftspolitische Maßnahmen und deren Auswirkungen. Das Ausmaß der Dollaraufwertung nach 1980 war in großem Maße auf das lange Anhalten von sehr hohen Dollarzinsätzen zurückzuführen. Darüber hinaus zeigt die anhaltende Stärke des Dollars etwa gegenüber der D-Mark sicherlich, daß bei in etwa

gleichen Inflationsraten in den USA und in Deutschland die Dollarzinssätze noch immer deutlich über den entsprechenden DM-Sätzen liegen.

Es ist sicher richtig, daß die Behörden angesichts großer Schocks von außen, deren längerfristige Auswirkungen auf die Gleichgewichtswechselkurse nur schwer abzuschätzen sind, wenig unternehmen können, um ein wesentliches Abweichen der Wechselkurse von ihren Kaufkraftparitäten zu verhindern. Die Lage sieht aber anders aus, wenn die Wirtschaftspolitik selbst Anlaß zu Unsicherheiten über die Gleichgewichtskurse bietet. Die wichtigsten betroffenen Länder können versuchen, wirtschaftspolitische Schritte zu vermeiden, die zu übersteigerten Ausschlägen der Wechselkurse führen, und sie können auch manchmal durch Marktintervention direkt auf die Wechselkurse einwirken, da sie ihre eigene Wirtschaftspolitik besser einschätzen können als der Markt. Generell gesprochen müssen offizielle Interventionen vor allem überzeugend sein, wenn sie einen stabilisierenden Einfluß auf die Devisenmärkte haben sollen. In erster Linie heißt das, daß sie mit anderen wirtschaftspolitischen Maßnahmen in Übereinstimmung gebracht oder durch sie unterstützt werden. Von diesem Gesichtspunkt aus ist die Erfahrung der USA in den Jahren 1978/79 lehrreich. Die verschiedenen Schritte, die im November 1978 unternommen wurden, kamen nur mit einiger Verzögerung zur Geltung und waren nicht von Dauer, da die konzertierte offizielle Intervention auf den Devisenmärkten nicht in ausreichendem Maße von flankierenden Maßnahmen unterstützt wurde. Wäre die Ende 1979 eingeführte restriktivere US-Geldpolitik früher zum Einsatz gekommen, so hätte auch die dauerhafte Erholung des Dollars früher eingesetzt. Überdies könnte der derzeitige Höhenflug des Dollars auf den Devisenmärkten nicht mit Intervention allein gebremst werden, da er in großem Maße auf die noch immer hohen Dollarzinssätze zurückzuführen ist, die selbst mit der gegebenen Kombination von Finanz- und Geldpolitik in den USA in Zusammenhang stehen. In zweiter Linie sollten Interventionen die Wechselkurse nicht auf unrealistischen Niveaus halten wollen, sondern ein Ausscheren der Wechselkurse außerhalb vertretbarer Gleichgewichtszonen zu unterbinden suchen; und drittens muß es ein gewisses Ausmaß internationaler Koordination in der Wechselkurspolitik geben.

Vorbedingung für eine gewisse Kontrolle über vermeidbare übermäßige Wechselkursbewegungen ist, daß alle wichtigen Länder ihr Interesse an der Entwicklung ihrer Wechselkurse klar herausstellen. Das bedeutet die Verwirklichung eines Minimums an wechselkurspolitischer Koordination unter Einschluß der Interventionspolitik. Es ist keine leichte Aufgabe für die Behörden der betreffenden Länder, sich über ein koordiniertes Verhalten in diesen Bereichen zu einigen, die sehr oft den Hintergrund für Wechselkursbewegungen bilden. Vor allem ist es nicht leicht, Übereinstimmung über einen gemeinsamen geldpolitischen Kurs zu erzielen, obgleich die jüngste Annäherung der Inflationsraten einer Reihe führender Industrieländer nach unten diesbezüglich hilfreich sein könnte. Des weiteren können unterschiedliche geldpolitische Techniken der Länder Zinsgefälle entstehen lassen, die nicht genau die relative Ausrichtung der Politik in den einzelnen Ländern widerspiegeln. Es wird aber auch, angesichts des Ausmaßes der offiziellen Vernachlässigung der Wechselkurse seit März 1973, nicht leicht sein, die Devisenmärkte durch direkte Interventionen zu beeinflussen, obwohl die Erfahrung mit koordinierten Interventionen ab November 1978 zeigt, daß diese Aufgabe nicht undurchführbar

ist. Aber es lohnt sicher den Versuch, die Wechselkurspolitik zu koordinieren, um zumindest einige der Unsicherheiten, die zur Instabilität der Wechselkurse in den letzten Jahren beigetragen haben, zu beseitigen.

Goldgewinnung und Goldmarkt 1982

In der Berichtsperiode gab es zwei besondere Aspekte der Entwicklung beim Gold: einen bedeutenden Anstieg der Goldgewinnung im Westen, der mit dem sehr starken Goldpreisanstieg Ende der siebziger Jahre zusammenhängt, und eine teilweise Umkehr der kräftigen Rückbildung des Marktpreises, die 1980 eingesetzt hatte und sich bis Mitte 1982 fortsetzte. Seit vergangenem Sommer wurde die Marktnachfrage nach Gold durch rückläufige kurzfristige Dollarzinsen und durch die Störungen, die im internationalen Finanzsystem aufgetreten waren, angeregt. Außerdem gab es vermehrte kurzfristige Ausschläge des Goldpreises, die wahrscheinlich mit der Eröffnung neuer physischer Märkte und der zunehmenden Bedeutung der Terminmärkte in Verbindung standen.

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1929	1940	1946	1953	1970	1979	1980	1981	1982
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1000,4	705,4	675,1	656,9	664,2
Kanada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	51,1	50,6	52,0	62,5
USA	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	29,8	30,2	42,9	43,5
Brasilien	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	25,0	35,0	35,0	34,8
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	18,3	17,0	18,4	27,4
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	18,7	16,7	20,4	23,4	25,4
Chile	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	4,3	6,5	12,2	18,9
Papua-Neuguinea ..	—	—	—	—	0,7	19,7	14,3	17,2	17,8
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	10,0	17,0	17,7	15,5
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,8	11,3	11,3	13,0
Dominikanische Republik	—	—	—	—	—	11,0	11,5	12,8	11,8
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	11,1	11,0	10,4	10,3
Peru	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	4,7	5,0	7,2	7,2
Mexiko	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,3	5,9	5,2	5,2
Zusammen	522,7	964,4	612,4	685,7	1232,2	925,2	910,8	922,6	957,5
Sonstige Länder ...	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	31,3	37,2	43,4	52,5
Geschätzte Welt- goldgewinnung*	570,0	1165,0	666,0	754,0	1271,0	956,5	948,0	966,0	1010,0

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

Die Weltgoldgewinnung (ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea) erhöhte sich 1982 um 44 t und erreichte mit 1 010 t den höchsten Wert seit acht Jahren. Die Goldgewinnung Südafrikas erholte sich um ungefähr 7 auf 664 t, nachdem sie elf Jahre lang fast ununterbrochen zurückgegangen war; daneben waren Produktionssteigerungen von je etwa 10 t in Kanada und Australien zu verzeichnen.

Schätzungen besagen, daß die Goldverkäufe der kommunistischen Länder von 300 t im Jahr 1981 auf 200 t im vergangenen Jahr zurückgingen. Jedoch wurden die

Auswirkungen dieses Rückgangs auf das Marktangebot im wesentlichen dadurch ausgeglichen, daß die dem Internationalen Währungsfonds gemeldeten gesamten Goldreserven (ohne Goldreserven Südafrikas, deren Bewegungen nach allgemeiner Ansicht vornehmlich Swaptransaktionen mit den Geschäftsbanken widerspiegeln) 1982 um 105 t gesunken sind, nach einem Anstieg um 65 t im Jahr 1981. Die größten ausgewiesenen Abnahmen der Goldreserven verzeichneten im vergangenen Jahr Lateinamerika (80 t, davon Brasilien 64 t) und Ungarn (32 t). Die Zuwächse der berichteten Goldreserven der OPEC-Länder gingen von 50 t 1981 auf 10 t im Jahr 1982 zurück. Faßt man die Veränderungen der Goldgewinnung, der Verkäufe kommunistischer Länder und der amtlichen Goldbestände zusammen, so hat sich nach Schätzungen das für die nichtmonetäre Verwendung insgesamt zur Verfügung stehende Gold im Jahr 1982 um rund 115 auf 1 315 t erhöht.

Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1979	1980	1981	1982
	Tonnen			
Goldgewinnung	955	950	965	1010
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	290	90	300	200
Veränderung der amtlichen Goldbestände der westlichen Welt durch Markttransaktionen* (geschätzt; - = Zuwachs)	620	- 55	- 65	105
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1865	985	1200	1315

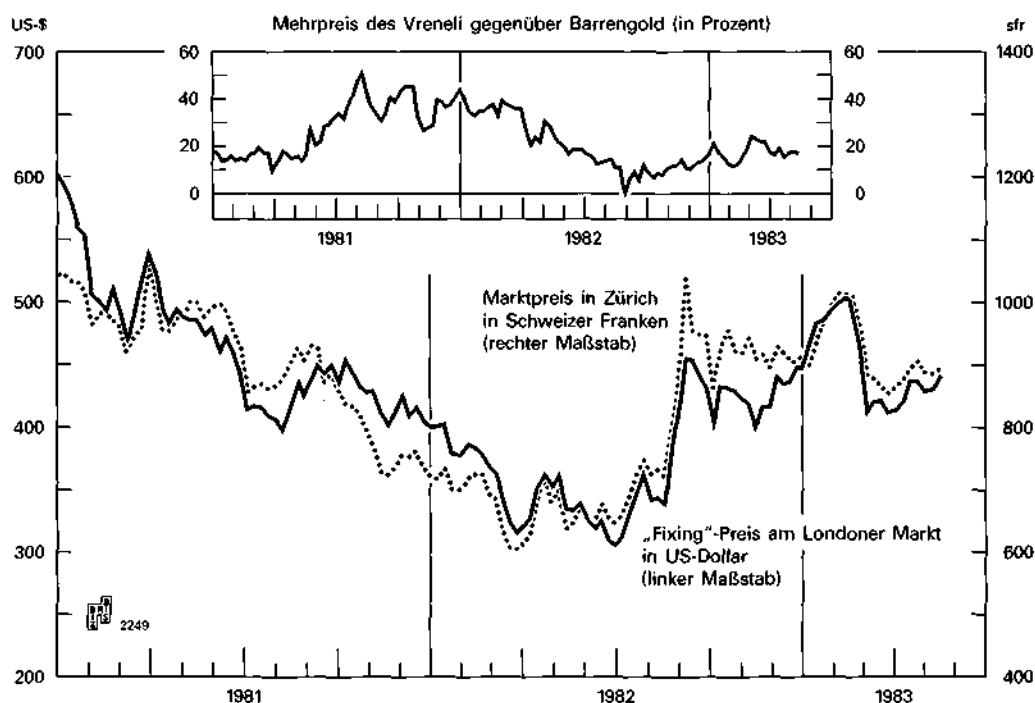
* Die Veränderungen der südafrikanischen Goldreserven in den in der Tabelle erfaßten Jahren blieben bei der Entwicklung der amtlichen Goldbestände unberücksichtigt, da sie nach allgemeiner Ansicht vornehmlich die Durchführung oder Auflösung von Goldswaps zwischen der Südafrikanischen Reservebank und den Geschäftsbanken in anderen Ländern widerspiegeln.

Im Berichtszeitraum kam die große Rückbildung des Goldpreises, die 1980 begonnen hatte, zum Stillstand. Der Fixingpreis am Londoner Markt lag gegen Mitte Mai 1983, nachdem er zur Jahresmitte 1982 kurz unter \$ 300 je Unze gesunken war, bei etwa \$ 440 je Unze. In den ersten sechs Monaten des Jahres 1982 setzte sich der Rückgang der Goldmarktpreise vom Vorjahr fort, und zwar von \$ 399 je Unze am Jahresanfang auf \$ 297 je Unze am 21. Juni, den niedrigsten Wert seit August 1979. Die Hauptursachen für den weiteren Preisrückgang waren das Fortdauern des hohen Dollarzinsniveaus und die damit zusammenhängende Stärke des Dollars auf den Devisenmärkten. Als anschließend im Juli und August die kurzfristigen Dollarzinssätze stark fielen und man sich über die Verschuldungskrise Mexikos und das internationale Bankensystem sorgte, erholten sich die Notierungen rasch. Der Fixingpreis am Londoner Markt erreichte am 7. September \$ 488,50, und zwei Tage später notierte das Gold im Fernen Osten bei über \$ 513 je Unze.

Danach folgte in Zusammenhang mit bedeutenden Marktverkäufen der Produzenten und offiziellen Schritten zur Bewältigung der internationalen Verschuldungskrise eine starke Gegenbewegung nach unten auf \$ 387 je Unze im Oktober; anschließend erholte sich der Preis auf fast \$ 450 je Unze Mitte des Monats, bevor er in der zweiten Novemberwoche wieder auf knapp unter \$ 400 je Unze fiel. Die offensichtliche geldpolitische Lockerung in den USA ließ die Goldnachfrage im Dezember erneut zunehmen. Am 15. Februar 1983 erreichte der Preis \$ 511,50 je

Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1981–83

Freitagswerte je Feinunze



Unze, bevor er am Monatsende unter dem Einfluß des schwachen Ölpreises auf unter \$ 410 je Unze zurückfiel. Ende April erholte er sich auf \$ 440 je Unze.

Währungsreserven und internationale Liquidität

Entwicklungen im Jahr 1982. Die globale Reserveentwicklung war 1982 in vieler Hinsicht ähnlich der des Vorjahres. Zu aktuellen Dollarkursen fielen die Weltwährungsreserven (ohne Gold) um weitere \$ 26,3 Mrd., wovon \$ 21,7 Mrd. auf die Devisenreserven entfielen, während die Goldreserven um zusätzliche 4,8 Mio. Unzen abnahmen. Wie im Jahr 1981 muß die Abnahme der gesamten Nichtgoldreserven im Lichte der Veränderung ihrer Kaufkraft gesehen werden. Der letztjährigen Abnahme dieser Reserveaktiva um 6,6% zu aktuellen Dollarkursen steht ein 4prozentiger Rückgang der Dollardurchschnittswerte der Weltexporte gegenüber. Außerdem bedeutete das weitere Erstarren des Dollars gegenüber anderen Nichtgoldreservekomponenten (ohne ECU) während des Jahres 1982 insgesamt, daß ebenso wie 1981 ein Teil des Rückgangs – von rund \$ 8,5 Mrd. – der gesamten Nichtgoldreserven auf eine Abnahme des Dollarwerts dieser anderen Aktiva zurückzuführen war. Andererseits bedeutete die 12prozentige Marktpreissteigerung des Goldes im vergangenen Jahr, daß die gesamten in der folgenden Tabelle ausgewiesenen Goldreserven im Marktwert um \$ 43,6 Mrd. zunahmen, nachdem sie 1981 um nicht weniger als \$ 180,8 Mrd. gesunken waren.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1980–82

	Gold	Devisen	Reservepositionen im IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)	
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar ¹					
Zehnergruppe und Schweiz							
1980	- 1,1	47,9	9,8	3,1	- 0,9	20,7	32,7
1981	- 0,5	-140,4	- 11,1	2,3	2,3	-13,6	- 20,1
1982	- 0,3	35,3	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
Stand Ende 1982	739,2	331,1	96,6	17,7	14,3	41,0	169,6
Übrige entwickelte Länder							
1980	2,8	7,9	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981	- 3,1	- 19,9	- 2,6	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,6
1982	- 2,8	3,3	0,7	- 0,5	- 0,2	-	-
Stand Ende 1982	92,4	41,4	37,3	1,2	1,4	0,4	40,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)²							
1980	2,9	6,2	- 0,9	1,0	- 0,6	-	- 0,5
1981	1,1	- 13,4	1,0	- 0,3	0,8	-	1,5
1982	- 2,0	2,8	- 0,5	- 0,2	- 1,3	-	- 2,0
Stand Ende 1982	72,6	32,6	70,5	1,7	1,5	-	73,7
Öleinfuhrländer insgesamt							
1980	4,6	62,0	12,3	4,7	- 1,6	20,6	36,0
1981	- 2,5	-173,7	- 12,7	1,8	3,5	-13,8	- 21,2
1982	- 5,1	41,4	- 10,6	2,6	0,3	- 8,4	- 16,1
Stand Ende 1982	904,2	405,1	204,4	20,6	17,2	41,4	283,6
OPEC-Länder³							
1980	3,4	4,5	19,5	1,3	0,2	-	21,0
1981	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5	-	1,8
1982	0,3	2,2	- 11,1	0,7	0,2	-	- 10,2
Stand Ende 1982	42,6	19,1	78,7	7,5	2,4	-	88,6
Alle Länder							
1980	8,0	66,5	31,8	6,0	- 1,4	20,6	57,0
1981	- 0,9	-180,8	- 12,9	3,3	4,0	-13,8	- 19,4
1982	- 4,8	43,6	- 21,7	3,3	0,5	- 8,4	- 26,3
Stand Ende 1982	946,8	424,2	283,1	28,1	19,6	41,4	372,2

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Einschließlich (anders als in Kapitel VI) China, Israel und (anders als in Kapitel VI) Offshore-Finanzplätze. ³ Einschließlich Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago.

Diese Reservebewegungen müssen auch in Hinblick auf das weitere Anwachsen der Auslandsverschuldung vieler Länder im vergangenen Jahr gesehen werden. Faßt man Währungsreserven und Verschuldung zusammen, so besteht kein Zweifel, daß sich die internationale Liquiditätslage als Ganzes im vergangenen Jahr erneut verschlechtert hat, obwohl der Goldpreisrückgang zum Stillstand kam und sich in der Folge teilweise umkehrte.

Betrachtet man die einzelnen Reservekomponenten, so zeigt sich, daß die Abnahme der gesamten Nichtgoldreserven im letzten Jahr hauptsächlich auf die Devisenreserven konzentriert war, die insgesamt um \$ 21,7 Mrd. sanken. Schätzungsweise 30% dieses Rückgangs dürften auf den Kursgewinn des Dollars gegenüber anderen Reservewährungen zurückzuführen sein. Die Abnahme der gesamten Devisenreserven verteilte sich in ungefähr gleichem Ausmaß auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz (- \$ 10,8 Mrd.) sowie die OPEC-Länder (- \$ 11,1 Mrd.).

Die zusammengefaßten Devisenreserven der Entwicklungsländer (ohne OPEC) verzeichneten im abgelaufenen Jahr per saldo nur eine geringfügige Abnahme, wobei es einige große Verluste in einzelnen Ländern dieser Gruppe gab, denen jedoch weitgehend substantielle Zuwächse der Devisenreserven Chinas gegenüberstanden.

Zusätzlich zum Rückgang der Devisenreserven sanken die ECU-Bestände der EWS-Partnerländer um \$ 8,4 Mrd. Dies beruhte hauptsächlich auf dem Rückgang des Preises, zu dem Gold aus den Reserven dieser Länder gegen ECU getauscht wurde.

Andererseits stiegen der Gesamtbestand aller Länder an SZR und ihre Reservepositionen im Internationalen Währungsfonds im Jahr 1982 um \$ 0,5 bzw. 3,3 Mrd. Die Erhöhung der IWF-Reservepositionen belief sich, in SZR ausgedrückt, auf SZR 4,1 Mrd., wovon fast alles auf die USA und Saudi-Arabien entfiel. Dies war erheblich weniger als die insgesamt SZR 7 Mrd. betragenden Nettoneuziehungen der Mitgliedsländer, da SZR 2,1 Mrd. davon auf SZR und nicht auf Mitgliedswährungen entfielen. Von den Gesamtnettoziehungen auf den IWF im Jahr 1982 entfielen SZR 4,8 Mrd. auf die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer. Indien erhielt SZR 1,5 Mrd., Brasilien SZR 0,5 Mrd., Mexiko, Marokko und Pakistan je SZR 0,4 Mrd. und Peru SZR 0,3 Mrd. Die Nettoziehungen der entwickelten Länder beliefen sich auf SZR 1,9 Mrd., wovon Südafrika SZR 0,9 Mrd., Jugoslawien SZR 0,5 Mrd. und Ungarn, Rumänien und Australien je SZR 0,3 Mrd. in Anspruch nahmen.

Zusätzlich zu der substantiellen Ausweitung der Ziehungen der Mitglieder im vergangenen Jahr stiegen auch die insgesamt eingegangenen Kreditzusagen des Fonds im Jahr 1982 von SZR 15,2 auf 17,5 Mrd. und erhöhten sich bis Ende März 1983 noch weiter auf SZR 24,8 Mrd. Zu diesem Zeitpunkt betragen die noch nicht in Anspruch genommenen Mittel im Rahmen dieser Kreditvereinbarungen SZR 16 Mrd. Die größten neuen Ziehungsvereinbarungen wurden 1982 mit Mexiko in Höhe von SZR 3,4 Mrd., mit Brasilien in Höhe von SZR 4,2 Mrd. und Argentinien in Höhe von SZR 1,5 Mrd. abgeschlossen.

Die höhere Inanspruchnahme der Fondsmittel führte zu einem vorzeitigen Abschluß der 8. Allgemeinen Quotenüberprüfung. Auf der Tagung des Interimsausschusses des IWF-Gouverneursrats im Februar 1983 einigte man sich auf eine Aufstockung der IWF-Quotensumme um etwa 47%, von SZR 61 auf 90 Mrd. Es ist beabsichtigt, diese Allgemeine Quotenerhöhung vor Jahresende 1983 in Kraft treten zu lassen. Gleichzeitig mit der Quotenaufstockung im IWF einigten sich die an der Allgemeinen Kreditvereinbarung teilnehmenden Länder auf eine Erhöhung ihrer gesamten Kreditzusagen im Rahmen der AKV von SZR 6,4 auf 17 Mrd. und darauf, daß die AKV-Mittel nicht nur Teilnehmern zur Verfügung stehen, sondern auch zur Finanzierung von Ziehungen auf den Fonds unter Auflagen seitens irgendeines Mitgliedslands verwendet werden können, wenn sich der Fonds im Falle einer außerordentlichen Situation in Zusammenhang mit Anträgen von Ländern mit Zahlungsbilanzproblemen, die ihrem Wesen oder Umfang nach eine Bedrohung für die Stabilität des internationalen Währungssystems darstellen könnten, mit nicht ausreichenden Mitteln ausgestattet sieht.

Differenziert man hinsichtlich der Veränderungen der Nichtgoldreserven im letzten Jahr nach Ländergruppen, so zeigt sich, daß die Abnahme um \$ 10,2 Mrd.

der Nichtgoldreserven der OPEC-Länder in Zusammenhang mit der Passivierung der Leistungsbilanzen einiger Länder dieser Gruppe stand. Es gab Reservenverluste in Nigeria von \$ 2,3 Mrd., in Indonesien und Libyen von je \$ 1,9 Mrd., in Venezuela von \$ 1,6 Mrd. und in Algerien von \$ 1,3 Mrd. Saudi-Arabiens ausgewiesene Nichtgoldreserven sanken um \$ 2,7 Mrd., obwohl seine Leistungsbilanz sicherlich noch immer einen Überschuß aufwies. Das einzige Ölausfuhrland, dessen Nichtgoldreserven im vergangenen Jahr wesentlich zunahmen, war Kuwait, das einen Zuwachs von \$ 1,8 Mrd. verzeichnete.

In den Ländern der Zehnergruppe und der Schweiz ergab sich der \$ 14,1 Mrd. betragende Rückgang der Nichtgoldreserven im Jahr 1982 aus einer Abnahme von \$ 25,1 Mrd. in den ersten neun Monaten des Jahres und einem Zuwachs von \$ 11 Mrd. im vierten Quartal. Die größten Reservenverluste des vergangenen Jahres verzeichneten Italien (\$ 6 Mrd.), Frankreich (\$ 5,7 Mrd.), Japan (\$ 4,9 Mrd.) und Großbritannien (\$ 2,8 Mrd.). In den genannten Ländern intervenierten die Währungsbehörden zeitweise in erheblichem Umfang zur Stützung ihrer Währung.

Von den übrigen entwickelten Ländern, deren Nichtgoldreserven als Ganzes sich nicht veränderten, verzeichnete Australien einen Zuwachs von \$ 4,7 Mrd. und Spanien einen Rückgang um \$ 3,2 Mrd. bei den Nichtgoldreserven. Kleinere, aber doch bedeutsame Verluste erlitten Jugoslawien, Ungarn und die Türkei, deren Nichtgoldreserven um \$ 0,8, 0,5 bzw. 0,4 Mrd. fielen.

Der zusammengefaßte Rückgang der Nichtgoldreserven der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer von nur \$ 2 Mrd. fiel sehr gering aus, wenn man die Zahlungssituation vieler dieser Länder und ihren beschränkten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten in Betracht zieht. Lateinamerika verzeichnete insgesamt eine Abnahme um rund \$ 9 Mrd. Darin eingeschlossen sind ausgewiesene Verluste in Höhe von \$ 2,9 Mrd. in Mexiko, \$ 2,7 Mrd. in Brasilien, \$ 1,4 Mrd. in Chile, \$ 0,9 Mrd. in Kolumbien und \$ 0,8 Mrd. in Argentinien. Andererseits wuchsen die Nichtgoldreserven Chinas im vergangenen Jahr um \$ 6,3 Mrd., bei einem Gesamtzuwachs der Nichtgoldreserven der asiatischen Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in Höhe von \$ 6,7 Mrd.

Ein herausragendes Merkmal der Veränderungen der Devisenreserven im Jahr 1982 war ein fortgesetzter und beschleunigter Abbau der statistisch erfaßten offiziellen Devisenguthaben außerhalb der USA, der von einer leichten weiteren Zunahme der in den USA gehaltenen Dollarreservemengen begleitet war. Aus der folgenden Tabelle geht ein Absinken der offiziellen Einlagen bei Banken in jenen Ländern, die in der vierteljährlichen statistischen Übersicht der BIZ erfaßt sind, von \$ 127 Mrd. Ende 1981 auf \$ 95,2 Mrd. Ende 1982, hervor. Der Rückgang von \$ 31,8 Mrd. entfiel überwiegend auf offizielle Einlagen am Euromarkt. Die offiziellen Eurodollareinlagen wurden um \$ 14,3 Mrd. abgebaut, und es gab auch, zum jeweiligen Dollarkurs gerechnet, Rückgänge der offiziellen Einlagen in anderen Eurowährungen, namentlich einen in Höhe von \$ 6,9 Mrd. bei den Euro-DM-Einlagen. Während ein Teil des Rückgangs der Nichtdollareuroeinlagen, der auf \$ 2½ Mrd. geschätzt wird, auf die Höherbewertung des Dollars gegenüber anderen Reservewährungen zurückzuführen ist, liegen die Hauptgründe für diese Mittelabzüge in Reservenverlusten der Länder außerhalb der Zehnergruppe, deren Devisenreserven

Struktur der Anlage von Devisenreserven 1979–82

	Ende 1979	Ende 1980	Ende 1981	Ende 1982
	Stand, Milliarden US-Dollar			
1. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern ¹ , Kanada und Japan:				
a) Auf den nationalen Märkten	8,8	17,6	16,2	12,8
Deutsche Mark	3,4	4,8	3,2	2,4
Schweizer Franken	0,6	1,6	2,7	1,4
Yen	0,9	4,6	5,4	5,0
Pfund Sterling	1,9	3,0	2,2	2,4
Französischer Franken	0,8	1,5	0,7	0,5
Sonstige Währungen	1,2	2,1	2,0	1,1
b) Auf den Euromärkten	115,8	123,3	105,8	79,2
Dollar	74,1	80,3	71,6	57,3
Deutsche Mark	24,1	24,5	19,1	12,2
Schweizer Franken	6,0	8,0	6,9	3,9
Yen	4,2	2,2	2,2	1,4
Pfund Sterling	1,5	2,2	1,1	0,5
Französischer Franken	1,2	2,6	1,8	0,4
Sonstige Währungen	4,7	3,5	3,1	3,5
2. Einlagen bei bestimmten Offshore-Niederlassungen von US-Banken ²	6,4	5,6	5,0	3,2
Gesamtbetrag 1 + 2	131,0	146,5	127,0	95,2
davon: Dollar	79,8	85,3	76,1	60,1
Sonstige Währungen	51,2	61,2	50,9	35,1
3. In den USA gehaltene und statistisch erfaßte Devisenreserven (= gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen), ohne Dollarswaps gegen ECU	134,8	149,7	154,4	157,2
4. Sonstige	20,1	21,5	23,4	30,7
Gesamte Devisenreserven	285,9	317,7	304,8	283,1

Anmerkung: Einschließlich wechselkursbedingter Veränderungen des Dollarwerts der in Nichtdollarwährungen gehaltenen Reserven.

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

zum Großteil am Euromarkt angelegt sind, und auch in Verlagerungen von Reserven von den internationalen Finanzmärkten in die USA in Zusammenhang mit internationalen politischen Entwicklungen und im Laufe des Jahres geweckten Befürchtungen in bezug auf das internationale Bankensystem.

Diese Verlagerungen von Reserven in die USA kommen nicht ganz in dem Zuwachs von \$ 2,8 Mrd. der im Vorjahr in den USA gehaltenen Devisenreserven zum Ausdruck, da dieser Wert auch die Auswirkungen des letztjährigen Rückgangs der Devisenreserven der übrigen Länder der Zehnergruppe einschließlich der Schweiz um \$ 11,2 Mrd. einschließt, von dem der weitaus größte Teil sicher aus Abzügen von in den USA gehaltenen Dollarreserven bestand. Deshalb gab es wahrscheinlich einen Zuwachs von mehr als \$ 10 Mrd. der in den USA gehaltenen Devisenreserven der nicht zur Zehnergruppe gehörenden Länder. Namentlich Venezuela verlagerte im zweiten Quartal des vergangenen Jahres, als die Euroeinlagen der Ölausfuhrländer in Großbritannien um \$ 5,4 Mrd. zurückgingen, beträchtliche Dollarreserven aus Großbritannien in die USA.

Längerfristige Gesichtspunkte. Auf den ersten Blick betrachtet gab es in den siebziger Jahren ein außerordentliches Wachstum der internationalen Liquidität. Von Ende 1969 bis Jahresende 1978 erhöhten sich die offiziellen Nichtgoldreserven der Öleinfuhrländer um das Siebenfache; die Zunahme setzte sich nach den neuerlichen Ölpreissteigerungen in den Jahren 1979/80, wenn auch in wesentlich geringerem Tempo, fort. Dieses Reservenwachstum fiel zudem in eine Zeit, in der der Bedarf an internationalen Reserven infolge des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen theoretisch hätte zurückgehen müssen. Andererseits liegt die Hauptbedeutung der internationalen Liquidität darin, Länder in die Lage zu versetzen, vorübergehende außenwirtschaftliche Zahlungsausfälle zu überbrücken, ohne daß sie gezwungen sind, ihre Volkswirtschaften übermäßig einschneidenden Anpassungsprogrammen zu unterwerfen. Von diesem Gesichtspunkt aus scheint das rasche Wachstum der Reserven in den siebziger Jahren nicht zu einer Situation überreicher Reserven geführt zu haben. Ganz im Gegenteil: Eine wachsende Zahl von Ländern erlebte in neuester Zeit ernste außenwirtschaftliche Zahlungsbeschränkungen, die zusammen als Bremse für die Erholung der Weltwirtschaft wirken.

Es gibt eine Reihe von Gründen für diesen scheinbaren Widerspruch. Der wichtigste ist, daß zwar die Reserven einen sehr bedeutenden Bestandteil der internationalen Liquiditätsposition eines jeden Landes darstellen und sicherlich quantitativen Messungen am ehesten zugänglich sind, gleichwohl aber andere Komponenten in den letzten zehn Jahren wesentlich an Bedeutung gewonnen haben: die Höhe der Auslandsverschuldung eines Landes, deren Fälligkeitsstruktur, der Betrag der noch nicht beanspruchten Kreditlinien und vor allem die Fähigkeit eines Landes, internationale Kredite zu erhalten. Zweitens sind die globalen Reservezahlen nur begrenzt aussagefähig; von gleicher - oder sogar noch größerer - Bedeutung für die Beurteilung der allgemeinen Reservelage ist die Verteilung der Reserven auf die einzelnen Länder. Drittens können die Ergebnisse jeder Untersuchung der Reserveentwicklung im Zeitablauf wesentlich von der Wahl der Basisperiode beeinflusst werden; so erhält man ein völlig anderes Bild, wenn Ende 1973 als Bezugsbasis verwendet wird. Schließlich muß das Reservenwachstum in Verbindung mit den Reserverfordernissen gesehen werden; die siebziger Jahre brachten eine enorme Zunahme vor allem des wertmäßigen internationalen Güter- und Dienstleistungsaustausches, aber auch des Umfangs und der Variabilität internationaler Kapitalströme.

Um die Verteilung der internationalen Reserven zu verdeutlichen, unterscheidet die Tabelle auf S. 178 zwischen fünf Ländergruppen. Erstens die USA, deren Zahlungsbilanz sich sehr wesentlich auf die Schöpfung von Reserven auswirkt, die aber für ihre internationalen Zahlungen weniger von internationalen Reserven abhängen, da ihre Währung das wichtigste internationale Reservemedium ist. Zweitens eine kleine Gruppe von Ländern - Deutschland, Japan und die Schweiz -, die während der siebziger Jahre zeitweise massive Reservecumgewinne durch Marktintervention zur Abschwächung des Kursanstiegs ihrer Währungen verzeichneten. Drittens die etwas heterogene Gruppe der übrigen entwickelten Länder, für die die Frage ausreichender Reserven häufig einen hohen wirtschaftspolitischen Stellenwert einnahm. Viertens die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer, die zur Erhaltung ihrer wirtschaftlichen Entwicklung auf ausreichende internationale Liquidität angewiesen

sind. Und schließlich die OPEC-Länder, deren Auslandsaktiva infolge der Ölpreiserhöhungen sehr stark zunahmen. Für einige dieser Länder ist die Grenzziehung zwischen vornehmlich aus Einkommensüberlegungen getätigten Investitionen und der Anlage internationaler Reserven hauptsächlich aus Vorsorgeerwägungen heraus eher verschwommen und willkürlich.

Die folgende Untersuchung wird die internationale Liquiditätsposition der USA und der OPEC-Länder wegen ihrer Besonderheiten weitgehend ausklammern und sich primär auf die Entwicklungen in den anderen drei Ländergruppen konzentrieren.

Im Jahresbericht 1969 vertrat der Internationale Währungsfonds den Standpunkt, daß „zwar jegliche Beurteilung der Reservesituation zu einem bestimmten Zeitpunkt eine Frage ist, über die fundierte Meinungen auseinandergehen können, gleichwohl aber gute Gründe für die Ansicht sprechen, daß in den letzten Jahren bis 1968 die reichliche Verfügbarkeit globaler Reserven nicht nur geringer geworden, sondern sogar ein Mangel an Reserven entstanden war“. Das Jahr 1969 selbst war ein Jahr langsamen Reservenwachstums, und Befürchtungen eines zukünftigen unzureichenden Angebots an internationaler Liquidität führten in jenem Jahr zu der Entscheidung, die neu geschaffenen SZR-Mittel zu aktivieren und eine bedeutende Aufstockung der IWF-Quoten durchzuführen. Der Eindruck einer relativen Reservenverknappung am Ende der sechziger Jahre wird bei Betrachtung der Relation zwischen Reserven und Einfuhren verstärkt. Diese Relation wurde ohne Goldreserven berechnet, nachdem sich die Verwertbarkeit dieses Reservemediums bis zum Jahresende 1969 wesentlich verringert hatte. Zwar blieb das US-Schatzamt „letztinstanzlicher“ Käufer für Währungsgold, seine bekundete Abneigung gegenüber Goldverkäufen an andere Währungsbehörden und die Tatsache, daß der Ankaufspreis für Gold unter dem Marktpreis lag, führten jedoch zu einer starken Einschränkung der offiziellen Goldtransaktionen.

Die Nichtgoldreserven Deutschlands, Japans und der Schweiz reichten für kaum mehr als zwei Monatseinfuhren; die der übrigen entwickelten Länder lagen auf dem niedrigen Niveau von 1,3 Monatseinfuhren. In den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern reichten die zusammengefaßten Reserven für etwa drei Monatseinfuhren. Diese Länder konnten sich jedoch angesichts einer sehr viel weniger diversifizierten Exportstruktur und Exportpreisen, die sehr stark zyklischen Einflüssen unterlagen, wesentlich weniger als die Industrieländer auf einen stabilen Fluß von Exporterträgen verlassen.

Die Situation einer relativen Reserveknappheit im Jahr 1969 kehrte sich dann in den folgenden Jahren drastisch um, als eine rapide Verschlechterung der US-Leistungsbilanz verbunden mit Kapitalabflüssen aus den USA – einschließlich massiver Umschichtungen von Devisenreserven aus den USA zu den internationalen Finanzmärkten – zu enormen Liquiditätszuwächsen bei den übrigen Ländern führte. Hauptsächlich infolge dieser Entwicklungen stiegen die globalen Nichtgoldreserven innerhalb von nur vier Jahren auf mehr als das Dreifache von etwa \$ 40 auf 142 Mrd. Die Reservenwachse konzentrierten sich im großen Maße auf die Industrieländer. Allein Deutschland, Japan und die Schweiz fügten ihren Nichtgoldreserven \$ 36,5 Mrd. hinzu, wodurch ihre gesamten Bestände dieser Aktiva um 450%

stiegen und sich die Relation von Reserven zu Einfuhren von 18 auf 42,5% mehr als verdoppelte. Die Nichtgoldreservenbestände der übrigen entwickelten Länder weiteten sich ebenfalls sehr stark aus, nämlich um 290%, aber dort waren die Reservenwachse in großem Maße notwendig, zumal die Gesamrelation von Reserven zu Einfuhren dieser Länder mit 20,9% per Ende 1973 als nicht übermäßig hoch bezeichnet werden konnte. Das Anwachsen der Nichtgoldreserven der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in diesem Zeitabschnitt fiel wesentlich geringer aus und spiegelte erhöhte Kreditaufnahmen auf den internationalen Finanzmärkten wider. Ihre Nichtgoldreserven stiegen insgesamt um \$ 17 Mrd. oder 177% auf \$ 26,6 Mrd., während sich die Relation von Reserven zu Einfuhren zusammengefaßt auf 34,5% verbesserte. Gleichzeitig jedoch waren bis Ende 1973 die gesamten Verbindlichkeiten dieser Länder gegenüber den Banken im BIZ-Berichtsgebiet auf schätzungsweise \$ 35 Mrd. angestiegen.

Anlaß zur Besorgnis über das Wachstum der Währungsreserven von 1969 bis 1973 gab nicht so sehr das Niveau, auf das sie stiegen, als vielmehr der Entstehungsmechanismus und die unvertretbar hohe Geschwindigkeit der Zunahme. Es bestehen kaum Zweifel, daß das rasche Anwachsen der Reserven wesentlich zur Weltinflation während dieses Zeitraums und zum endgültigen Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Frühjahr 1973 beitrug.

Gegen Ende 1973 veränderte die Ölpreisexplosion die Lage schlagartig. Das Reservenwachstum in den Öleinfuhrländern kam zum Stillstand, und ihre in den vorangegangenen Jahren reichlich angehäuften Reserven fingen die Schocks aus den ihren Volkswirtschaften infolge der Verschlechterung ihrer Leistungsbilanzen auferlegten Einschränkungen auf. Mit Unterstützung des internationalen Bankensystems und unter informeller Verwendung ihrer Reservenbestände als Sicherheit konnten die meisten Öleinfuhrländer größere Reservenverluste vermeiden. Dennoch verschlechterte sich ihre reale internationale Liquiditätsposition in den ersten zwei Jahren nach den Ölpreissteigerungen bedeutend. Das Zusammentreffen von etwa gleichbleibenden, zu laufenden Dollarwerten gerechneten Nichtgoldreserven und rasch anwachsenden Einfuhrrechnungen führte zu einer Abnahme der Relation von Reserven zu Einfuhren. Diese Verluste waren in den Entwicklungsländern besonders ausgeprägt, wo die Reserven/Einfuhr-Relation auf 20,6% und damit wesentlich unter das Niveau von Ende 1969 absank. Hinzu kam, daß Reservenverluste nur durch eine beträchtliche Ausweitung der Verschuldung bei ausländischen Banken verhindert werden konnten. Ende 1975 waren die Verbindlichkeiten der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer gegenüber den internationalen Banken dreimal so hoch wie ihre Nichtgoldreserveaktiva. Ähnliche Entwicklungen, jedoch kleineren Umfangs, durchliefen viele Industrieländer.

In den Jahren 1976–78 änderte sich die Lage abermals. Verstärkte und erfolgreiche Anpassungsbemühungen der Schuldnerländer, vor allem der Entwicklungsländer, die durch eine nachhaltige Erholung der US-Wirtschaft erleichtert wurden, führten zu einer wesentlichen Verbesserung des internationalen Kreditklimas, das sich im Gefolge des Krediteinbruchs in den USA im Jahr 1974 und der Herstattkrise vorübergehend verschlechtert hatte. Die Banken gingen in ihrer Kreditvergabepolitik optimistischer und aggressiver vor und verstärkten ihre internationalen

Weltwährungsreserven (ohne Gold)¹, Verhältnis von Reserven zu Einfuhren und Verbindlichkeiten gegenüber an die BIZ berichtenden Banken, Ende 1969 bis Ende 1982

	Ende 1969	Ende 1973	Ende 1975	Ende 1978	Ende 1980	Ende 1982
	Stand, Milliarden US-Dollar: Verhältnis Reserven/Einfuhren in Prozent					
USA:						
Nichtgoldreserven	5,1	2,7	4,6	7,0	15,6	22,8
Japan, Deutschland (BR) und Schweiz:						
Nichtgoldreserven	8,1	44,6	45,2	98,6	76,1	71,8
Verhältnis Reserven/Einfuhren	18,0	42,5	30,9	43,7	20,8	22,8
Übrige Länder der Zehnergruppe und übrige entwickelte Länder:						
Nichtgoldreserven	14,0	54,7	54,3	89,9	105,3	83,6
Verhältnis Reserven/Einfuhren	11,1	20,9	14,3	16,8	12,6	11,4 ^s
Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken ² . . . . .	.	25,0 ^s	33,1	71,3/68,9	77,6	157,7
Entwicklungsländer (ohne OPEC):						
Nichtgoldreserven	9,6	26,6	26,8	64,6	74,2	73,7
Verhältnis Reserven/Einfuhren	24,2	34,5	20,6	33,7	23,1	23,2 ^s
Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken ² . . . . .	.	35,0 ^s	82,5	148,1/147,3	215,2	265,7
Öleinfuhrländer insgesamt:						
Nichtgoldreserven	36,8	128,6	130,9	260,1	271,2	251,9
Verhältnis Reserven/Einfuhren	14,7	24,8	17,2	22,9	15,2	15,6 ^s
OPEC-Länder:						
Nichtgoldreserven	3,0	13,4	56,5	61,5	96,9	88,6
Verhältnis Reserven/Einfuhren	31,3	61,5	102,0	60,9	68,7	53,5 ^s
Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken ² . . . . .	.	6,5 ^s	14,5	57,2/56,4	69,9	78,6
Alle Länder:						
Nichtgoldreserven	39,8	142,0	187,4	321,6	368,1	340,5
Verhältnis Reserven/Einfuhren	15,3	26,3	22,9	26,0	19,2	19,1 ^s

¹ Die Werte der Nichtgoldreserven per Ende 1980 und Ende 1982 wurden durch Einbeziehung der gegen ECU eingetauschten Dollar bereinigt. ² Für die Länder, die an die BIZ berichten, wurden die gegenüber Banken in den anderen berichtenden Ländern bestehenden Verbindlichkeiten mit den entsprechenden Forderungen saldiert; für alle übrigen Länder, mit Ausnahme der Offshore-Finanzplätze, stellen diese Verbindlichkeiten Bruttowerte dar, d.h. sie umfassen die gesamten Bruttoforderungen der berichtenden Banken an die jeweiligen Ländergruppen. Für die Offshore-Finanzplätze wurden die Verbindlichkeiten auf Nettobasis berechnet.
s = Schätzungen.

Ausleihungen trotz vorübergehend schrumpfender Leistungsbilanzdefizite der Öleinfuhrländer weiter. Die letztgenannten Länder verzeichneten große Reservenzuwächse, als die Kapitalabflüsse aus den USA allmählich die OPEC-Überschüsse als Hauptquelle internationaler Finanzmittel ersetzten und die US-Leistungsbilanz in ein beträchtliches Defizit glitt. Wie zuvor waren diese Reservenzugänge vor allem in Deutschland, Japan und der Schweiz umfangreich, wo es zeitweise massive spekulative Kapitalzuflüsse gab und 1978 das Verhältnis von Reserven zu Einfuhren sogar das hohe Niveau von Ende 1973 überstieg.

Auch andere Öleinfuhrländer erzielten große Reservengewinne und daraus abgeleitet Verbesserungen ihrer Reserve/Einfuhr-Verhältnisse. Dies galt im besonderen für die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer, wo die Relation fast wieder das Niveau von 1973 erreichte. Die Reservenzuwächse der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer 1976-78 unterschieden sich indes in einer wichtigen Hinsicht grundsätzlich von

jenen in den Jahren 1970–73, denn mit \$ 38 Mrd. waren sie wesentlich geringer als die gleichzeitige Zunahme der Verschuldung dieser Länder gegenüber den internationalen Banken in Höhe von \$ 66 Mrd., wovon ein großer Teil kurzfristig war. Aber diese Tatsache scheint die inländische Wirtschaftspolitik jener Länder nicht wesentlich eingeschränkt zu haben. Sie genossen einen leichten Zugang zu internationalen Bankkrediten zu sehr niedrigen realen Zinssätzen, was bedeutete, daß die Rolle der tatsächlichen Reserveaktiva bei der Verstärkung ihrer außenwirtschaftlichen Zahlungsfähigkeit weitgehend auf die einer Sicherheit für Kreditaufnahmen im Ausland reduziert wurde. Auslandsschulden schienen wenig zu bedeuten, solange neue Kredite zu günstigen Bedingungen leicht verfügbar waren. Dasselbe galt auch für viele Industrieländer.

Im Gefolge der Ölpreiserhöhungen 1978 und 1979 schien diese Haltung vorerst noch vertretbar zu sein. Mit Hilfe der Kreditaufnahme bei internationalen Banken und trotz kräftig wachsender Leistungsbilanzdefizite wiesen die meisten Gruppen von Öleinfuhrländern im Jahr 1980 weitere Reservenzuwächse auf. Nur die traditionellen Überschußländer unter den Industriestaaten erlitten wegen der vorübergehenden starken Verschlechterung ihrer Leistungsbilanzen einige Reservenverluste und mögen der Meinung gewesen sein, daß die vorangegangenen massiven Reservenzuwächse vielleicht doch nicht so unnütz waren, wie sie damals erschienen, nachdem das Verhältnis zwischen Reserven und Einfuhren sich wieder normalisiert hatte. Aber selbst in den übrigen Öleinfuhrländern konnten die Reservenzuwächse aus Kreditaufnahmen im Ausland nicht verhindern, daß sich die Reserve/Einfuhr-Relation rapide auf ihr Niveau von 1969 oder sogar noch weiter verschlechterte. Außerdem gaben diese Verhältniszahlen nicht ausreichend das Ausmaß der Verschlechterung der internationalen Liquiditätsposition der Länder wieder, denn der enorme Zuwachs der Verschuldung gegenüber Banken und der beispiellos steile Anstieg der US-Zinssätze hatten bis Ende 1980 zu einer beträchtlichen Zunahme der Belastungen aus der Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten geführt (s. Kapitel V und VI).

Diese Situation verschärfte sich in den folgenden zwei Jahren weiter, als die Weltwirtschaft in die Rezession glitt. Viele Länder standen vor rückläufigen Ausfuhrmengen, sinkenden Ausfuhrpreisen und hohen realen Zinssätzen für ihre Verschuldung gegenüber Auslandsbanken, die sich weiterhin rasch ausweitete, während das Wachstum ihrer Reserven zum Stillstand kam oder sich sogar umkehrte. Der Einbruch kam im zweiten Halbjahr 1982, als vielen Schuldnerländern im Gefolge der mexikanischen Verschuldungskrise der Zugang zu neuen internationalen Bankkrediten verwehrt wurde und es sogar zu Abzügen von kurzfristigen Bankmitteln kam. Das Konzept von internationaler Liquidität, auf dem diese Länder seit Mitte der siebziger Jahre ihre Politik aufgebaut hatten, erwies sich als nicht mehr länger anwendbar, und ihre internationale Liquidität wurde einfach wieder auf das Niveau ihrer internationalen Reserven reduziert. In vielen Fällen beliefen sich diese Reserven nur auf einen Bruchteil der Auslandsverschuldung oder sogar nur der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber internationalen Banken. Ihre Fähigkeit, fällig werdende Kredite zu verlängern, geschweige denn neue Bankmittel zu erlangen, war schwerstens beeinträchtigt.

Als Ergebnis dieser Entwicklungen kann die derzeitige internationale Liquiditätslage wie folgt zusammengefaßt werden: Einerseits gibt es eine recht große Anzahl hochverschuldeter Länder, insbesondere in der Dritten Welt, denen der Zugang zu internationalen Bankkrediten erschwert ist und die an akutem Reserve-mangel leiden; am anderen Ende des Spektrums finden sich einige wenige traditionelle Überschußländer wie Deutschland, Japan und die Schweiz, die über reichliche Währungsreserven verfügen und in der absehbaren Zukunft keine Reserveprobleme haben dürften; zwischen diesen beiden Gruppen steht eine Vielzahl von Ländern, von denen die meisten zu den entwickelten gehören, deren Reserven gerade ausreichend sind, aber die weiterhin Zugang zu internationalen Bankkrediten finden.

Es wäre daher unangebracht, gegenwärtig von einer globalen Liquiditätsknappheit zu sprechen; auch ist es nicht wahrscheinlich, daß sich dieses Problem in absehbarer Zukunft stellen wird. Nachdem die US-Leistungsbilanz schwer defizitär ist und Banken in den USA offensichtlich noch immer gerne im OECD-Raum Kredite vergeben, ist kaum anzunehmen, daß die Industrieländer als Gruppe in der nahen Zukunft eine Dollarknappheit erleben werden. Es ist jedoch höchst unwahrscheinlich, selbst wenn es zu umfangreichen zahlungsbilanzbedingten Abflüssen aus den USA kommen sollte, daß dieses Mal die entstehenden Reservenwachse über internationale Bankkredite auf die schwer verschuldeten Länder der Dritten Welt verteilt werden könnten. Mehr noch als in den siebziger Jahren wird also das Problem des globalen Reservenwachstums in den nächsten paar Jahren vom Problem der weltweiten Verteilung der Leistungsbilanzungleichgewichte und dem Erfordernis eines ausgewogenen Mischungsverhältnisses zwischen Anpassung und Finanzierung überschattet sein.

VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Finanzhilfe für Zentralbanken

Das abgelaufene Geschäftsjahr war von Finanzhilfen der BIZ für Zentralbanken in einem noch nie dagewesenen Umfang und von neuer Art geprägt.

In der Tat hat die Bank seit vielen Jahren, praktisch seit ihrer Gründung, Zentralbanken in dringenden Fällen kurzfristig Liquidität zur Verfügung gestellt. Mehrmals in der Vergangenheit, insbesondere wenn es um recht hohe Beträge ging, aber auch wenn die allgemeinen Interessen aller Zentralbanken berührt zu sein schienen, wurden von der Bank zugunsten einzelner Institutionen Maßnahmen eingeleitet und gemeinsam mit finanzieller Unterstützung anderer Notenbanken durchgeführt. Häufig bekamen diese Stützungsoperationen geringe oder überhaupt keine Publizität, obwohl es Zeiten gab, in denen eine öffentliche Bezeugung der Unterstützung eines bedeutenden Schuldners durch BIZ und Zentralbanken als erwünscht angesehen wurde.

In Kapitel VI dieses Berichts werden das Geschehen auf den internationalen Finanzmärkten sowie die Schwierigkeiten beschrieben, denen sich einige Hauptschuldnerländer in bezug auf ihre Zahlungsverpflichtungen aus sehr hohen früheren Kreditaufnahmen gegenüber sahen. Die Bank hatte Anteil an einer Reihe von Stützungsoperationen, mit denen einer allgemeinen Verschlechterung des Marktklimas vorgebeugt werden sollte. In vielen Fällen stellten die eingeräumten Fazilitäten dringend benötigte finanzielle Mittel für die Zeit zur Verfügung, in der zusammen mit dem Internationalen Währungsfonds Sanierungsprogramme ausgearbeitet wurden. Die folgende Darstellung gibt in zeitlicher Reihenfolge einen Überblick über die im abgelaufenen Geschäftsjahr gewährten und bekanntgegebenen Überbrückungskredite, an denen eine Reihe von Zentralbanken mitgewirkt hat.

Als erstes ist die Finanzhilfe der Bank an die Ungarische Nationalbank zu nennen, die seit frühester Zeit zum Kreis der Aktionäre der BIZ gehört und zu der seit langem Geschäftsbeziehungen bestehen. Im Gefolge der ersten politischen und finanziellen Probleme Polens gegen Jahresende 1981 sah sich Ungarn einem hohen Abfluß kurzfristiger Mittel gegenüber, auf die es in erheblichem Umfang für seine Außenhandelsfinanzierung angewiesen war. Angesichts der Unvorhersehbarkeit der Mittelabzüge und des Tempos, in dem diese Gelder abflossen, war es für die Ungarische Nationalbank naheliegend, im März 1982 die BIZ um Beistand zu ersuchen. Ungarn war damals gerade dabei, die Mitgliedschaft beim IWF zu beantragen, wobei die Aussicht auf Mitgliedschaft als entscheidende Voraussetzung dafür galt, Ungarn – trotz der wegen der osteuropäischen Länderrisiken allgemein am Markt herrschenden Nervosität – als Kreditnehmer erneut die internationalen Finanzmärkte zu öffnen. Mit Unterstützung einer kleinen Gruppe von Zentralbanken konnte die BIZ der Ungarischen Nationalbank einen Kredit von US-\$ 100 Mio. anbieten. Diese relativ bescheidene Transaktion erwies sich jedoch im Zuge der sich ändernden Marktverhältnisse als unzureichend, so daß im Mai, als Ungarn effektiv Mitglied im

IWF wurde, ein weiterer Kredit über US-\$ 110 Mio. gewährt wurde, der von einem sehr viel größeren Kreis von Zentralbanken getragen war; beide Fazilitäten sind der Bank vor Ende des Geschäftsjahres zurückgezahlt worden. Im September 1982 wurde dann jedoch angesichts der für ungarische Kreditnehmer – trotz eingeleitetem einschneidenden binnenwirtschaftlichen Sanierungsprogramm – weiterhin ungünstigen Marktbedingungen eine weitere Finanzhilfe der BIZ und der Zentralbanken für wünschenswert erachtet und ein neuer Kredit über US-\$ 300 Mio. bereitgestellt, der seitdem ebenfalls zurückgezahlt wurde.

Unterdessen hatte sich im Sommer 1982 die Auslandsposition Mexikos sehr rasch verschlechtert und drohte das Vertrauen des Marktes zu erschüttern. Anfang August ergriffen die US-Behörden von sich aus Sofortmaßnahmen, um durch Bereitstellung von Liquidität einer drohenden Zahlungseinstellung Mexikos zuvorzukommen. In der Folge wurde über die BIZ um die Unterstützung weiterer führender Zentralbanken nachgesucht, und es gelang, innerhalb kürzester Frist zugunsten der Bank von Mexiko einen Überbrückungskredit in Höhe von US-\$ 925 Mio. zusammenzustellen; gleichzeitig gewährten die Währungsbehörden der USA einen Direktkredit über einen ähnlichen Betrag. Diese Fazilitäten wurden als Ganzes in drei Beträgen zur Verfügung gestellt: der erste zum Zeitpunkt des Abschlusses der Vereinbarung Ende August, der zweite von Mitte November 1982 an, als feststand, daß die Ausarbeitung eines Sanierungsprogramms durch die mexikanischen Behörden gemeinsam mit dem IWF zügig vorankam, und der letzte Teilbetrag ab Mitte Dezember 1982, als der IWF seinen Kredit an Mexiko genehmigt hatte.

Die Bemühungen der Zentralbanken und des IWF um eine Abwendung der aus Mexikos Problemen entstehenden Krise verschafften zwar eine willkommene und notwendige Atempause, konnten aber nicht verhindern, daß die Finanzmärkte sich zunehmend Sorgen um andere lateinamerikanische Länder mit hoher internationaler Verschuldung machten. Die Aufmerksamkeit richtete sich auf Brasilien, das seinen Liquiditätsbedarf unter dem Einfluß der nach der mexikanischen Krise vorherrschenden Nervosität immer schwerer zu decken vermochte. Die brasilianischen Behörden kamen zu der Auffassung, daß ein vom IWF unterstütztes Programm notwendig war, und leiteten im Herbst Verhandlungen mit dem Fonds ein. Bis November 1982 verschlechterte sich die Lage drastisch, und die US-Behörden griffen erneut zur Beseitigung der Notsituation ein. Gleichzeitig trat man an die BIZ mit der Frage heran, ob sie bereit wäre, einige der Ziehungen, die Brasilien im Verlauf des Jahres 1983 auf den IWF vorzunehmen gedachte, vorzufinanzieren. Gemeinsam mit einer großen Gruppe von Zentralbanken, darunter diesmal die US-Währungsbehörden, wurde der brasilianischen Zentralbank ein Überbrückungskredit ursprünglich in Höhe von US-\$ 1 200 Mio. eingeräumt, der kurz danach auf US-\$ 1 450 Mio. aufgestockt wurde. Die erste Rückzahlung erfolgte vor Abschluß des Geschäftsjahres der Bank.

Die Liquiditätsschwierigkeiten Argentiniens waren nicht so unvermittelt aufgetaucht wie jene Mexikos oder Brasiliens, lösten aber gleichwohl erhebliche Besorgnis an den Märkten und damit auch beim IWF und bei den Zentralbanken aus. Mit Unterstützung zahlreicher Zentralbanken, namentlich der US-Notenbank, gewährte die BIZ im Dezember einen Bereitschaftskredit über US-\$ 500 Mio. Es

wurde erwartet, daß Ziehungen im Rahmen dieser Fazilität (die am 31. Mai 1983 auslief) aus dem Gegenwert eines IWF-Darlehens zurückgezahlt würden.

Als letztes Beispiel einer finanziellen Zusammenarbeit der Zentralbanken über die BIZ ist ein Kredit über US-\$ 500 Mio. zugunsten der Jugoslawischen Nationalbank zu nennen, der gegen Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres vereinbart wurde. Jugoslawiens Auslandsposition hatte sich bereits seit einiger Zeit kontinuierlich verschlechtert, wobei neue Finanzmittel faktisch nicht mehr vom Markt zu erhalten waren, der aufgrund der jüngsten Erfahrungen in Osteuropa und Lateinamerika sehr vorsichtig geworden war. Jugoslawiens Finanzierungsprobleme schienen allerdings weniger vorübergehender, sondern mittelfristiger Natur zu sein. Der IWF hatte bereits einen regelmäßigen Kontakt zu den jugoslawischen Behörden unterhalten und einen Bereitschaftskredit vereinbart, doch war die Verwirklichung des jugoslawischen Sanierungsprogramms auf große Schwierigkeiten gestoßen. Es kam auf der Ebene der Regierungen zu einem neuen Anlauf für gemeinsame Bemühungen um eine mittelfristige Finanzhilfe für Jugoslawien. Inzwischen war die Jugoslawische Nationalbank an die BIZ in der Absicht herangetreten, einen Überbrückungskredit zur Vorfinanzierung künftiger IWF-Auszahlungen und im Finanzhilfepaket der Regierungen eingeschlossener Kredite zu erhalten. Der eingeräumte Kredit über US-\$ 500 Mio. wird zum einen Teil von einer Gruppe von Zentralbanken unter Einschluß der US-Währungsbehörden getragen und ist zum anderen Teil durch von der Jugoslawischen Nationalbank zugunsten der BIZ hinterlegtes Gold abgedeckt.

* * *

Die im Rahmen dieser Fazilitäten ausstehenden Beträge erscheinen in der Bilanz in der Position „Terminguthaben und Kredite“. Sie werden nicht gesondert ausgewiesen, und dies ist auch künftig nicht beabsichtigt.

2. 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. Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten hat in Wahrnehmung des ihm 1980 von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe erteilten Mandats seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kreditmärkten fortgesetzt. Im vergangenen Jahr hatten die Sitzungen des Ausschusses an Bedeutung gewonnen, nachdem in wichtigen Kreditnehmerländern akute Außenverschuldungsprobleme auftraten, die eine behördliche Überwachung wegen der Auswirkungen dieser Schuldenprobleme auf die Funktionstüchtigkeit des internationalen Bankensystems noch dringlicher machten. Außerdem betreut die Bank nach wie

vor als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Internationale Bankenstatistik und stellt das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe im Dezember 1974 eingesetzt haben.

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.

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 Zentralbankpräsidenten, 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 (EWS) behandelt wurden, und wurde zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern, so aus Kanada, Japan, Norwegen, Schweden, der Schweiz und den USA, erweitert); und schließlich 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 z. B. im Jahr 1982 zu den gegenwärtigen Praktiken der EG-Länder in bezug auf quantitative monetäre Ziele.

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1982/83 zahlreiche Sitzungen abgehalten, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Notenbankgouverneure dienen. 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 1982/83 galt ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Experten-

gruppen – der Verwaltung des am 13. März 1979 in Kraft getretenen EWS. Zu den zentralen Aufgaben gehörten:

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

Daneben verfolgte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten – wegen der Bedeutung der Auswirkungen außergemeinschaftlicher Wechselkurs- und Zinsentwicklungen auf die EG-Länder – aufmerksam die Maßnahmen einiger nicht der Gemeinschaft angehörender Länder in diesen Bereichen.

Die Arbeit des Ausschusses der EDV-Fachleute aus den Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz, für den die Bank seit seiner Einsetzung Sekretariatsfunktionen erfüllt hat, war im Berichtszeitraum auf drei Hauptbereiche konzentriert: Erstens erstellte die Gruppe ein Inventar der seitens der Mitglieder durchgeführten oder geplanten Anwendungen sowie der eingesetzten Hardware und Software; zweitens nahm sie eine Analyse der voraussichtlichen wesentlichen Entwicklungen in der Datenverarbeitung während der nächsten vier bis sieben Jahre vor, mit dem Ziel, den Zentralbanken Informationen über die Veränderungen zu liefern, die sich aus diesen Entwicklungen ergeben dürften; und drittens schloß die Gruppe die Revision des Buches „Security and reliability in electronic systems for payments“ ab und begann eine Studie über nationale Telekommunikationsnetze zur Abwicklung finanzieller Transaktionen, bei der Fragen der Sicherheit einen Schwerpunkt bilden.

Schließlich stellt die Bank weiterhin das Sekretariat für den Ausschuß der Zahlungsverkehrsexperten, der im Herbst 1982 sein erstes Mandat abschloß, über die möglichen Auswirkungen neuer Technologien im inländischen und internationalen Zahlungsverkehr auf die Struktur der Bankensysteme und die Zentralbanken selbst zu berichten. Der Auftrag der Gruppe wurde kürzlich erneuert und beinhaltet die Überprüfung und Beobachtung zukünftiger Entwicklungen auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs.

Der Ausbau der BIZ-Datenbank hat im vergangenen Jahr weitere Fortschritte gemacht. Alle beteiligten Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz haben nunmehr die notwendigen Vorkehrungen zur Einrichtung einer Telekommunikationsverbindung mit der EDV-Zentrale der BIZ getroffen. Damit sind die Voraussetzungen für einen baldigen raschen Austausch monetärer und ökonomischer Daten zwischen den Zentralbanken und der BIZ geschaffen, was eines der Hauptziele des Projekts ist. Die meisten Zentralbanken haben die Meldung statistischer Zeitreihen ausgeweitet, und einige treffen Vorkehrungen zur Übermittlung von Euromarktdaten über die Telekommunikationsverbindung. Unter der Leitung der Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen, für die die BIZ ebenfalls Sekretariatsaufgaben erfüllt, wurden zudem Pläne zur Verbesserung der Anleitungsbücher für Datenbankbenutzer, der sonstigen Hilfsmittel sowie der Zugangsmöglichkeiten in Hinblick auf den künftigen vollen Einsatz der Datenbank eingeleitet.

3. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1983 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme per 31. März 1983	
betrug	GFr. 20 357 855 817
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 19 056 758 395
Dies bedeutet eine Zunahme um	GFr. 1 301 097 422

nach Rückgängen in den beiden vorangegangenen Geschäftsjahren, insbesondere 1980/81. Ohne den Rückgang des Goldfrankenwerts der meisten Währungen (ohne US-Dollar), in denen ein Teil der Finanzmittel der Bank gehalten wird, wäre die Zunahme etwas stärker ausgefallen.

Eine Analyse der Entwicklung der Bilanzsumme im abgelaufenen Geschäftsjahr zeigt, daß sie in den ersten sechs Monaten bei geringen Monatsschwankungen kontinuierlich zurückging und ihren niedrigsten Stand (GFr. 18 497 Mio.) Ende September erreichte.

Dieser Rückgang wurde durch den Wertverlust der Währungen (ohne US-Dollar), deren Wert sich Ende September dem niedrigsten Stand im Geschäftsjahr näherte – und ihn im Oktober effektiv erreichte –, noch verstärkt.

Im zweiten Sechsmonatszeitraum kehrte sich hingegen diese Bewegung um, und die Summe der Monatsausweise erreichte Ende Dezember, aufgrund des Zugangs erheblicher Mittel zum Jahresende, ihren höchsten Stand im Geschäftsjahr (GFr. 20 781 Mio.).

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten vier Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1980	24 409	+ 5 308	+ 28
1981	19 726	- 4 683	- 19
1982	19 057	- 669	- 3
1983	20 358	+ 1 301	+ 7

In der Bilanz sind nicht enthalten:

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

* Der Goldfranken (abgekürzt GFr.) 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, wie unten in Abschnitt 6 beschrieben, aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold; dieser Posten belief sich am 31. März 1983 auf GFr. 1 641 Mio., verglichen mit GFr. 1 290 Mio. am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres (Zunahme: GFr. 351 Mio.).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten vier 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 Goldfranken			
1980	887	23 239	283	24 409
1981	937	18 539	250	19 726
1982	987	17 778	292	19 057
1983	1 037	18 987	334	20 358

A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva

a) Eingezahltes Kapital GFr. 295 703 125

Das genehmigte Kapital ist mit GFr. 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 GFr. 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 GFr. 20 Mio. aus dem Reingewinn von 1982/83 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 457 152 793
verglichen mit vorher GFr. 437,2 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

Dieser Fonds belief sich auf GFr. 21 530 055
und blieb damit unverändert gegenüber dem Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 30 Mio. aus dem Reingewinn von 1982/83 GFr. 232 730 236
verglichen mit vorher GFr. 202,7 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1982/83 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 741 483 397
verglichen mit vorher GFr. 691,5 Mio. (Erhöhung: GFr. 50 Mio. gegenüber ebenfalls GFr. 50 Mio. im vorangegangenen Geschäftsjahr).

c) *Verschiedenes* GFr. 317 761 879
verglichen mit vorher GFr. 274,6 Mio. (Zunahme: GFr. 43,1 Mio).

d) *Gewinn- und Verlustrechnung*
(vor Gewinnverwendung) GFr. 65 826 173
Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1982/83.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind in Teil 4 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen die Verwendung von GFr. 15 826 173 (Vorjahr: GFr. 16 938 821) für die am 1. Juli 1983 zu zahlende Dividende von sfr 135 je Aktie vor; die Dividendensumme erscheint auf der Passivseite der Bilanz. Die Dividende je Aktie in Schweizer Franken ist ebenso hoch wie 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
	1982	1983	
Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken	17 396	18 474	+ 1 078
Einlagen von anderen Einlegern	382	513	+ 131
Zusammen	17 778	18 987	+ 1 209

Der Anstieg der Bilanzsumme beruhte im wesentlichen auf dem Zugang von Einlagen sowohl von Zentralbanken als auch „von anderen Einlegern“.

Die Veränderung kann vollständig auf neue Mittel in US-Dollar zurückgeführt werden, denen in geringem Umfang insgesamt Abzüge von Mitteln in anderen Währungen, namentlich in Deutscher Mark, und von Gold gegenüberstanden.

Zu den „Einlagen von anderen Einlegern“ ist zu sagen, daß darunter nicht nur herkömmliche Einlagen wie die von internationalen Organisationen, sondern auch kurzfristige Kreditaufnahmen am Markt fallen. Der Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln sank geringfügig von 97,9 auf 97,3%.

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
	1982	1983		1982	1983		1982	1983	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht	4662	4355	- 307	362	1096	+ 734	5024	5451	+ 427
Bis zu 3 Monaten	29	145	+ 116	11122	12049	+ 927	11151	12194	+ 1043
Mehr als 3 Monate	-	-	-	1603	1342	- 261	1603	1342	- 261
Zusammen . . .	4691	4500	- 191	13087	14487	+1400	17778	18987	+ 1209

Wie die vorstehende Tabelle zeigt, gingen die Goldeinlagen zurück, während die Währungseinlagen zunahmen. Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln verringerte sich somit von 26,4 auf 23,7%, während jener der Währungseinlagen sich von 73,6 auf 76,3% erhöhte.

Gemessen an den gesamten Einlagen erhöhten sich die Sichteinlagen geringfügig von 28,3 auf 28,7%, während die Termineinlagen von 71,7 auf 71,3% sanken.

a) Goldeinlagen GFr. 4 500 209 288

Da der Rückgang der Sichteinlagen sehr viel stärker ausgeprägt war als der Anstieg der Termineinlagen, ging der Gesamtbestand dieser Einlagen zurück.

b) Währungseinlagen GFr. 14 486 871 955

Die Zunahme um 10,7% folgte auf einen Rückgang von 5,6% zum Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres. Ein Blick auf die Fälligkeitsverteilung läßt eine Verschiebung hin zu kürzeren Restlaufzeiten erkennen. Die Sichteinlagen und die Einlagen bis zu drei Monaten nahmen zu, während der Zugang von Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten spürbar zurückging: Letztere stellen nur noch 9,3% der gesamten Währungseinlagen gegenüber 12,2% am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	
	1982	1983	Millionen Goldfranken	
Kassenmittel				
Gold	5479	5184	- 295	
Währungen	11	5201	+ 6	- 289
Schatzwechsel				
Währungen		474		+ 57
Terminguthaben und Kredite				
Gold	58	21	- 37	
Währungen	11561	12772	+ 1190	+ 1153
Sonstige Wertpapiere				
Währungen		1884		+ 413
Zusammen				
Gold	5537	5205	- 332	
Währungen	13460	20331	+ 1666	+ 1334

a) Gold GFr. 5 184 447 789

verglichen mit vorher GFr. 5 479 Mio. Die Abnahme um GFr. 295 Mio. (5,4%) beruhte auf Nettoabzügen von Gold sowie der Rückzahlung gewisser Goldmengen an verschiedene Zentralbanken bei Fälligkeit – Goldmengen, die zuvor von diesen im Rahmen von Swaps gegen Währungen per Kasse erworben worden waren. Diese Goldabflüsse wurden jedoch teilweise durch das Fälligwerden verschiedener Terminplazierungen ausgeglichen (s. unten Abschnitt d).

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 16 549 485
 verglichen mit vorher GFr. 11 Mio.

c) Schatzwechsel GFr. 473 813 075

verglichen mit vorher GFr. 417 Mio. (Zunahme: GFr. 57 Mio. oder 13,7%). Die im Geschäftsjahr 1981/82 verzeichnete Zunahme von GFr. 191 Mio. war auf mit einer Zentralbank abgeschlossene Wertpapiergeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung zurückzuführen. Das ausstehende Volumen solcher Geschäfte war am 31. März 1983 größer als am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres. Darüber hinaus kam es zu Käufen kurzlaufender deutscher öffentlicher Emissionen, die zugunsten der Bank mit einer Rückveräußerungsoption zur Wahrung der Liquidität ausgestattet waren. Die Zunahme der Position „Schatzwechsel“ ist das Nettoergebnis dieser zwei Bewegungen und der leichten Abnahme der Bestände an US-Schatzwechseln.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 12 772 419 034

verglichen mit vorher GFr. 11 619 Mio.; der Zuwachs von GFr. 1 153 Mio. (9,9%) stellt die Differenz zwischen einer Zunahme der Währungsanlagen und einer Verringerung der Goldanlagen in Form von Terminplazierungen dar.

Entsprechend der Zusammensetzung der neu erhaltenen Währungseinlagen wurde der weit überwiegende Anteil der Plazierungen in US-Dollar vorgenommen. Daneben kam es zu einer Reduzierung der Anlagen in Deutscher Mark. Im abge-

laufenen Geschäftsjahr wurden erstmals Plazierungen in SZR (Sonderziehungsrechte) als Rechnungseinheit getätigt.

Das Volumen der den Zentralbanken eingeräumten Fazilitäten hat sich, wie bereits zu Beginn dieses Kapitels erwähnt, stark ausgeweitet.

e) Sonstige Wertpapiere GFr. 1 884 131 957

verglichen mit vorher GFr. 1 471 Mio.; die Zunahme von GFr. 413 Mio. beruhte auf der Aufstockung der Bestände von durch Banken in den USA begebenen Einlagenzertifikaten, US-Schatzpapieren und sonstigen Wertpapieren des öffentlichen Sektors.

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
	1982	1983	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	8988	11 275	+2 287
Mehr als 3 Monate	4102	3 381	- 721
Zusammen	13090	14 656	+1566

Der Tabelle ist zu entnehmen, daß sich die Restlaufzeiten der Anlagen generell verkürzt haben. In der Tat überstieg der Zuwachs der Anlagen bis zu drei Monaten bei weitem den Gesamtbetrag der neuen Plazierungen. Die Tabelle zeigt auch eine Umschichtung aus Anlagen von mehr als drei Monaten in kürzerfristige Plazierungen.

Anzumerken ist, daß die Abnahme der Anlagen von mehr als drei Monaten gänzlich auf „Terminguthaben und Kredite“ entfiel.

Während die Aktiva der ersten Kategorie – bis zu drei Monaten – sich Ende März 1982 auf 68,7% der gesamten Anlagen beliefen, beträgt ihr Anteil nunmehr 76,9%, während die mit mehr als drei Monaten Laufzeit einen von 31,3 auf 23,1% gesunkenen Anteil aufweisen.

f) Verschiedenes GFr. 26 494 476

verglichen mit vorher GFr. 60 Mio., eine Abnahme um nahezu GFr. 34 Mio., die buchungstechnische Gründe hat.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 42 871 313

verglichen mit einem zuvor ebenfalls negativen Saldo von GFr. 184 Mio.

Die Differenz von GFr. 141 Mio. beruhte vornehmlich auf dem Fälligwerden von mit Zentralbanken abgeschlossenen Swapgeschäften in (per Kasse erhaltenem) Gold.

4. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1983 abgelaufene 53. Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von GFr. 66 643 810 (im Vorjahr: GFr. 67 796 486). Obwohl sich das Volumen der der Bank für Anlagezwecke zur Verfügung stehenden Mittel erhöhte, gingen die Erträge aus den eigenen Mitteln der Bank in Währungen und die Zinsmarge der Fremdmittel aufgrund niedrigerer Zinsen an den meisten Märkten gegenüber 1981/82 zurück.

Der Geschäftsertrag wird abzüglich der GFr. 15 869 433 betragenden Verwaltungskosten ausgewiesen, die sich im Jahr davor auf GFr. 15 751 675 beziffert hatten; die relativ geringe Zunahme beruht auf dem rückläufigen Goldfrankenwert des Schweizer Frankens im Jahresverlauf – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank getätigt werden; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich denn auch die gesamten Verwaltungskosten um rund 7%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 817 637 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von GFr. 65 826 173 gegenüber GFr. 66 938 821 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 GFr. 65 826 173 wie folgt zu verwenden:

1. GFr. 15 826 173 zur Zahlung der Dividende von sfr 135 je Aktie;
2. GFr. 20 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. GFr. 30 000 000 – 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 1983 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1983 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 finden 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 1983 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

5. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

Mit einer Ausnahme waren zum 1. April 1983 alle von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgegebenen gesicherten Anleihen getilgt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

Im Geschäftsjahr 1982/83 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund GFr. 26 000 für Zinsen und von rund GFr. 293 000 für Tilgungen entgegengenommen. Der noch nicht getilgte Betrag der einzigen noch umlaufenden Anleihe, der lfr. 100 000 000 5¼ % Gesicherten Anleihe (15. Serie) 1961–86, hat sich bis zum Ende des Geschäftsjahres auf den Gegenwert von annähernd GFr. 231 000 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.

6. 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 Wechselkursverbunds („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 EWS; 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;

im Zeitraum 1. April 1982–31. März 1983 beliefen sich diese Interventionen auf insgesamt etwa ECU 5,5 Mrd.;

- 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 Griechenlands, das nicht dem EWS angehört) 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. Am 31. März 1983 hatte der Fonds auf diese Weise annähernd ECU 47 Mrd. ausgegeben; das entsprach, zum Kurs an dem genannten Stichtag, einem Betrag von etwas mehr als US-\$ 43 Mrd.;

- 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 vorzunehmen, insbesondere zum Ausgleich der Forderungen und Verbindlichkeiten aus den Interventionen innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus sowie der Zinsen auf den Nettopositionen der Zentralbanken in ECU und im Rahmen von freiwilligen Übertragungen zwischen den EWS-Zentralbanken. Im Berichtszeitraum beliefen sich diese Überweisungen brutto auf einen Gesamtbetrag von rund ECU 10,7 Mrd.

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.

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 1982/83 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds Zins- und Provisionszahlungen sowie verschiedene Rückzahlungen in Höhe von insgesamt US-\$ 630 Mio. und DM 500 Mio. vorgenommen. Als Folge dieser und in den Jahren davor geleisteten Rückzahlungen ist nunmehr der größere Teil der von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft 1976 und 1977 aufgelegten Anleihe getilgt. Von den ursprünglichen Begebungen über insgesamt US-\$ 1,6 Mrd. und DM 0,5 Mrd. verbleibt nur noch ein ausstehender Betrag von US-\$ 300 Mio. Es handelt sich hierbei um den zweiten Teilbetrag einer 1976 emittierten Anleihe von US-\$ 500 Mio., deren Erlös an Italien ausgeliehen worden war. Diese Tranche ist mit einem festen Zinssatz von 7,75% ausgestattet und wird am 1. Juni 1984 fällig.

7. Veränderungen im Verwaltungsrat

Herr Lars Wohlin trat im Oktober 1982 von seinem Amt als Gouverneur der Schwedischen Reichsbank zurück und legte gleichzeitig seinen Sitz im Verwaltungsrat der Bank nieder. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. November 1982 dankte der Vorsitzende Herrn Wohlin für die wertvollen Dienste, die er der Bank während seiner Amtszeit von fast drei Jahren geleistet hat.

In derselben Sitzung wurde der neue Gouverneur der Schwedischen Reichsbank, Herr Bengt Dennis, gemäß Artikel 27(3) der Statuten für die Zeit bis 31. März 1984 in den Verwaltungsrat gewählt.

Ebenfalls in der Novembersitzung des Verwaltungsrats wurde Herr Bernard Clappier, dessen Verwaltungsratsmandat am 27. November 1982 abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Renaud de la Genière, Gouverneur der Bank von Frankreich, für eine weitere Dreijahresperiode in den Verwaltungsrat berufen.

Herr Dr. Fritz Leutwiler, dessen Mandat im Verwaltungsrat am 31. März 1983 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 8. März 1983 gemäß Artikel 27(3) der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1986 in den Verwaltungsrat gewählt.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Welt sieht sich derzeit zwei wesentlichen wirtschaftspolitischen Herausforderungen gegenübergestellt: Wie ist eine kontinuierliche Fortsetzung des wirtschaftlichen Wiederaufschwungs in den westlichen Industrieländern sicherzustellen, und wie kann die internationale Verschuldungssituation in einem kontrollierbaren Rahmen gehalten werden. Hinter jedem dieser drängenden aktuellen Probleme steht aber auch eine ebenso schwierige langfristige Fragestellung. Zum einen: Welche politischen Maßnahmen sind zu ergreifen, um die wirtschaftliche Erholung in eine Phase nachhaltigen, inflationsfreien Wachstums überzuleiten; zum anderen: Wie sind die echten „systemimmanenten“ Probleme zu behandeln, die die jüngsten Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten offengelegt haben.

Daß die westlichen Industrieländer für ihre eigenen Belange einen breit angelegten und dauerhaften Wirtschaftsaufschwung brauchen, steht außer Frage. Die Arbeitslosigkeit hat in nahezu allen Ländern eine untragbare Größenordnung erreicht. Bei der vorhersehbaren Entwicklung des Arbeitskräfteangebots und der Produktivität kann nur die Rückkehr zu wirtschaftlichem Wachstum weitere Beschäftigungseinbußen verhindern, und selbst ein solch bescheidenes Ziel kann erst nach einem oder zwei Jahren der Expansion erreicht werden. Zwar zeigen sich Anfänge einer leichten Besserung der Finanzlage der Unternehmen, doch kann die finanzielle Schwäche im Inland nur langsam überwunden werden. Schließlich könnten die Firmen, solange keine Wachstumsaussichten bestehen und die realen Zinsen relativ hoch bleiben, ihren verbesserten Cash flow eher zum Abbau der Verschuldung als zur Finanzierung von Investitionen nutzen.

Es muß aber auch hervorgehoben werden, daß zwischen der Wirtschaftslage in den westlichen Industrieländern und den Schwierigkeiten einer großen Zahl von Schuldnerländern bei der Erbringung des Schuldendienstes für ihre Auslandsverbindlichkeiten eine enge Wechselwirkung besteht. Zugegeben: Einige osteuropäische und lateinamerikanische Länder hatten bereits im Jahr 1978 begonnen, ihre Auslandsverschuldung in einem Maß zu steigern, das nur bei einem außergewöhnlich günstigen Verlauf der Weltkonjunktur vertretbar gewesen wäre. Die Probleme der Schuldenbedienung hätten jedoch nicht solch ein kritisches Ausmaß erreicht und so viele Länder betroffen, wenn sich nicht die Schuldendienstquoten als Folge ungünstigerer Terms of trade, schrumpfender Exportmärkte und – vor allem – erheblich höherer Zinssätze drastisch verschlechtert hätten. Umgekehrt trifft zu, obwohl die seit mehreren Jahren herrschende faktische Stagnation in den Industrieländern in keiner Weise einem Rückgang der Nachfrage der übrigen Welt zugeschrieben werden kann, daß die nachlassenden Importe Osteuropas und der Entwicklungsländer in letzter Zeit sicherlich dazu beigetragen haben, den lang erwarteten wirtschaftlichen Aufschwung zu verzögern. Und es dürfte, blickt man in die Zukunft, wohl kaum eine breit angelegte und dauerhafte wirtschaftliche Erholung in der westlichen Welt geben, solange nicht die Angst vor möglichen finanziellen Verlusten als Folge einer weltweiten Verschuldungskrise ein für allemal gebannt ist.

Daneben gibt es auch eine zeitliche Wechselwirkung zwischen diesen Herausforderungen, die die wirtschaftspolitische Entscheidungsfindung in keiner Weise erleichtert. Die Art der Handhabung der heutigen Verschuldungsprobleme könnte dafür ausschlaggebend sein, welche Wege bei der Zahlungsbilanzfinanzierung künftig noch begehbar sind. Ebenso könnten heute ergriffene Maßnahmen zur Beschleunigung des Wirtschaftsaufschwungs die Verwirklichung des langfristigen Ziels eines stetigen, inflationsfreien Wachstums gefährden. Die politisch Verantwortlichen dürfen also weder in die eine noch in die andere Falle geraten: Weder dürfen aus der Notsituation heraus gebotene Maßnahmen ohne Beachtung ihrer längerfristigen Auswirkungen ergriffen werden, noch sollte man sich so einseitig auf die längerfristigen Zielsetzungen konzentrieren, daß die Erfordernisse der tatsächlich noch bestehenden Ausnahmesituation einer fortgesetzten Krisenanfälligkeit des internationalen Finanzsystems in den Hintergrund gedrängt werden.

Welche politischen Empfehlungen kann nun die BIZ im Hinblick auf diese allgemeinen Erwägungen aussprechen?

Zunächst kann und sollte der wirtschaftliche Wiederaufschwung nur von den Ländern angeführt werden, die bereits weitgehende Erfolge bei der Inflationsbekämpfung aufzuweisen haben und keinen nennenswerten Beschränkungen von der Zahlungsbilanzseite her unterliegen. Hier ist uneingeschränkt positiv zu werten, daß vier der größten Industrieländer – die USA, Japan, die Bundesrepublik Deutschland und Großbritannien, mit einem Bruttosozialprodukt von zusammengekommen US-\$ 5 300 Mrd. (d.h. nahezu der Hälfte der Weltproduktion) – sich in dieser Situation befinden. Sowohl die USA wie auch Großbritannien haben ihre Inflationsraten erheblich senken können; in Japan herrscht nahezu absolute Preisstabilität; auch in Deutschland, das hier generell mit guten Ergebnissen aufwarten konnte, ist eine Bewegung in die gleiche Richtung in Gang gekommen. Die Leistungsbilanzsituation Japans, Deutschlands und Großbritanniens ist – gelinde ausgedrückt – problemlos. Dies gilt zwar nicht für die USA, aber in der gegebenen weltpolitischen Lage und selbst im Hinblick auf den erwünschten Abbau der bestehenden Zinsdifferenz zugunsten des Dollars sollten sich die USA für einige Zeit ein beträchtliches Leistungsbilanzdefizit leisten können. Der jüngste Rückgang der Ölpreise kann die Inflationseindämmung in allen vier Ländern nur begünstigen und hat zudem für drei von ihnen positive Auswirkungen auf die Leistungsbilanz.

In diesen Ländern bedarf es eines wirtschaftlichen Aufschwungs, der von einer Ausweitung der Inlandsnachfrage getragen wird. Die übrige Welt hat mit nur wenigen Ausnahmen Leistungsbilanzdefizite aufzuweisen und ist im gegenwärtigen Stadium offensichtlich nicht in der Lage, zum Wachstum des Welthandels beizutragen. Vielmehr sind mehrere hochverschuldete Länder aufgrund der bestehenden Verhältnisse gezwungen, zur gleichen Zeit eine Sanierungspolitik zu betreiben, zu deren Erfolg es auch einer Erhöhung der Auslandsnachfrage nach ihren Exportprodukten bedarf. Im Interesse aller Länder sollte daher diesen unvermeidlichen Bemühungen zur Beschränkung der Inlandsnachfrage eine Nachfrageexpansion innerhalb der vier führenden Industrienationen gegenüberstehen. Andernfalls besteht die Gefahr, daß der Abbau der OPEC-Überschüsse wenig Erleichterung für jene Länder bringt, die sie am dringendsten benötigen. Eine von Schulden geplagte Welt braucht nicht nur „Kreditgeber in letzter Instanz“, sondern auch „Käufer in letzter

Instanz“, und dies verpflichtet unter den gegenwärtigen Umständen die Länder, die hierzu in der Lage sind, ihre wie auch immer gearteten längerfristigen Interessen, was die von ihnen bevorzugte Leistungsbilanzposition angeht, zurückzustellen.

Zur Zeit des Abschlusses dieses Berichts gibt es Anzeichen dafür, daß sich in den USA und Großbritannien und – etwas weniger ausgeprägt – auch in den anderen beiden Ländern ein Aufschwung der Inlandsnachfrage anbahnt. Es gibt viele Wenn und Aber, was die mögliche Stärke der Nachfrage von Verbrauchern und Unternehmen angeht, aber das einzige wirkliche Hindernis für einen nachhaltigen Aufschwung der Wirtschaftstätigkeit ist das hohe Niveau der amerikanischen Zinssätze, und dies besonders im Vergleich zur gegenwärtig niedrigen Inflationsrate. In den USA könnten diese Zinssätze die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter beeinträchtigen, die Erholung der Wohnungsbaunachfrage schwächen und eine kräftige Zunahme der Investitionsausgaben der Unternehmen verhindern. International betrachtet haben sie ähnlich schädigende Auswirkungen. Sie halten die Zinssätze in anderen Industrieländern, vom Standpunkt einer inländischen Gleichgewichtssituation aus gesehen, auf einem unnötig hohen Niveau (insbesondere auf der langfristigen Seite des Marktes) und wirken damit auch dort als Bremse für das Wirtschaftswachstum. Zudem sorgen sie für eine anhaltende Überbewertung des Dollars (und umgekehrt für eine Unterbewertung einiger anderer Währungen) und führen dadurch zu einer Verteilung der Leistungsbilanzsalden, die sich langfristig als unhaltbar erweisen und darüber hinaus zu protektionistischen Bestrebungen innerhalb der USA Anlaß geben könnte. Schließlich bedeuten sie auch die Fortdauer einer über großen Zinsbelastung für alle die Länder, deren Auslandsverschuldung hauptsächlich in US-Dollar besteht. Von jedem denkbaren Blickwinkel aus betrachtet ist es also die wichtigste und vordringlichste wirtschaftspolitische Aufgabe, einen nach unten gerichteten Druck auf die amerikanischen Zinssätze auszuüben.

Diese Aufgabe ist zweifelsohne Sache der US-Behörden und liegt, nach der in diesem Bericht geäußerten Auffassung, klar und unzweideutig auf den Schultern der für die öffentlichen Haushalte Verantwortlichen. Diese Ansicht gründet sich auf zwei Überlegungen. Zum einen wird es immer offensichtlicher, daß das gegenwärtige Mischungsverhältnis der amerikanischen Wirtschaftspolitik die Hauptursache für das hohe Zinsniveau ist: ein voraussichtlich hohes und zunehmendes strukturelles Defizit des öffentlichen Sektors befindet sich auf Kollisionskurs zu einer Geldpolitik, die das Wachstum der monetären Aggregate auf einem stabilen Pfad halten soll. Zum anderen wäre es aus längerfristiger Sicht heraus gefährlich, dieses Mischungsverhältnis durch eine deutliche Lockerung des geldpolitischen Kurses ändern zu wollen. Wenn auch das starke Anwachsen der Nachfrage nach finanziellen Aktiva erhebliche Interpretationsschwierigkeiten bereitet, so könnte doch eine Lockerung der Geldpolitik angesichts der wachsenden öffentlichen Kreditnachfrage sehr wohl den Eindruck erwecken, die US-Behörden kümmern sich nicht um die inflationären Konsequenzen – ein sicheres Rezept für ein Wiederaufleben der Inflationserwartungen. Zwar wäre der Federal Reserve Board ohne Zweifel in der Lage, auch bei einem unveränderten Kurs der Finanzpolitik die kurzfristigen Zinssätze nach unten zu treiben, es ist jedoch höchst unwahrscheinlich, daß es ihm gelingen könnte, das Niveau der kurzfristigen Zinsen dauerhaft niedrig zu halten; zudem könnte er die langfristigen Zinssätze nur wenig beeinflussen. Wenn Belastungen

für die Zukunft vermieden und die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung geschaffen werden sollen, dann liegt die Verantwortung zum Handeln bei der Finanzpolitik: Sie hat Maßnahmen vorzugsweise im Bereich der Ausgaben, aber notfalls auch im Rahmen der Besteuerung zu ergreifen, um Befürchtungen hinsichtlich der stark steigenden strukturellen Komponente des öffentlichen Finanzierungsbedarfs zu zerstreuen.

Eine US-Initiative dieser Art könnte den Handlungsspielraum für die Wirtschaftspolitik in den drei anderen Ländern erweitern, falls die wirtschaftliche Erholung dort ins Stocken geraten sollte. Solche wirtschaftspolitischen Ansätze müßten freilich in jedem Fall die speziellen Bedingungen dieser Länder in Betracht ziehen. Alle drei weisen jedoch gemeinsame Merkmale auf, in denen sich ihre aktuelle Situation von der amerikanischen unterscheidet. Überdies könnte der Spielraum für ihre wirtschaftspolitischen Entscheidungen durch eine vorherige Änderung des haushaltspolitischen Kurses in den USA erheblich ausgeweitet werden. In keinem dieser Länder gibt es ein strukturelles Defizit der öffentlichen Hand, das in seiner voraussichtlichen Größenordnung dem amerikanischen entspricht; man kann sogar argumentieren, daß Großbritannien zur Zeit einen strukturellen Haushaltsüberschuß aufweist. Dies könnte in unterschiedlichem Maße Möglichkeiten für maßvolle und selektive fiskalische Anreize für die privaten Investitionsausgaben eröffnen, vorausgesetzt, daß sorgsam vermieden wird, solche Anreize zu einem dauerhaften Bestandteil der öffentlichen Finanzpolitik werden zu lassen. Ebenso gelegen käme eine Steigerung der Investitionen des öffentlichen Sektors über ihr derzeit niedriges Niveau hinaus, wenn sie durch entsprechende Einsparungen bei anderen geplanten Ausgaben, insbesondere den Transferleistungen, ausgeglichen werden könnte. Auch in der Geldpolitik scheinen diese Länder einen gewissen Handlungsspielraum zu besitzen, über die der amerikanische Federal Reserve Board noch nicht verfügt. Über viele Jahre hinweg hatte Deutschland erheblich bessere Ergebnisse im Kampf gegen die Inflation aufzuweisen als die USA; das gleiche gilt in jüngerer Zeit für Japan. Keines dieser Länder war ein Anhänger strikter Geldmengensteuerung über kürzere Fristen; ihre Finanzmärkte ließen sich nicht zu dem Irrglauben verführen, es käme entscheidend auf die Beobachtung der kurzfristigen Entwicklung einer bestimmten Geldmengengröße an. Was Großbritannien betrifft, so hat seine Geldpolitik gerade dadurch Bewegungsspielraum erhalten, daß die Finanzpolitik einen streng restriktiven Kurs verfolgte.

Es besteht kaum ein Zweifel, daß ein in den vier großen Industrieländern einsetzender Wirtschaftsaufschwung für die schuldengeplagten Volkswirtschaften der übrigen Welt willkommene Erleichterungen bringen würde. Es mehren sich zudem die Anzeichen, daß eine solche Erholung in Gang kommt. Wegen des schneller als erwartet verlaufenden Rückgangs der Inflationsraten und der jüngsten Ölpreissenkung bestehen größere Hoffnungen als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt seit der ersten Ölkrise, daß sich dieser Aufschwung zu einer nachhaltigen, inflationsfreien Expansion ausweitet. Wird er aber ausreichend schnell, kräftig und ausgedehnt verlaufen, um die Leistungsbilanzen der Defizitländer in den kommenden Monaten zu verbessern? Dies ist alles andere als sicher; unter dem Gesichtspunkt des allgemeineren Stabilitätsinteresses der Weltwirtschaft ist es sogar wünschenswert, daß der Konjunkturaufschwung sich graduell, aber dafür nachhaltig vollzieht.

Wenn aber eine langsame Erholung die wahrscheinlichste und wünschenswerteste Hypothese ist, so ergeben sich daraus Schlußfolgerungen, die den politisch Verantwortlichen wie den Banken eine große internationale Verantwortung aufbürden. Auszugehen ist von der Einsicht, daß das internationale Finanzsystem nach wie vor anfällig ist, wenn auch eine internationale Verschuldungskrise bisher insofern abgewendet werden konnte, als die Probleme des Schuldendienstes hinreichend unter Kontrolle gehalten wurden und damit eine weltweite Lähmung der Bankkreditgewährung und des Welthandels vermieden werden konnte. In dieser Hinsicht gewährten die gemeinsamen „Feuerwehraktionen“ der kreditgebenden Regierungen, Zentralbanken, internationalen Organisationen und Banken sowie der Schuldnerländer selbst eine lebenswichtige Atempause. Die erste und vordringlichste Aufgabe liegt nun darin, diese Erfolge so lange zu sichern, bis der Wirtschaftsaufschwung in den westlichen Industrienationen den Schuldnerländern grundlegendere Erleichterung verschafft. Die zweite, weniger dringliche, aber wohl noch erheblich schwierigere Aufgabe ist es, über die nächsten sechs bis zwölf Monate hinauszublicken und eine Lösung für die durch die jüngsten Ereignisse aufgeworfenen systemimmanenten Probleme zu finden.

Bevor wir aufzeigen, wie die erste Aufgabe angegangen werden könnte, soll kurz auf die Kritik eingegangen werden, die kürzlich hinsichtlich der Zweckmäßigkeit der 1982 und zu Beginn des Jahres 1983 unternommenen Rettungsmaßnahmen laut wurde. Der Gedanke, der diesen kritischen Äußerungen zugrunde liegt, kann wie folgt zusammengefaßt werden: Um die normale Funktionsfähigkeit der Märkte zu erhalten, wäre es sinnvoller gewesen (oder wäre es auch jetzt noch sinnvoller), für die Länder, die voraussichtlich ihre Zins- und Tilgungsleistungen nicht erbringen können, formell den Zahlungsverzug („default“) auszulösen und die unvorsichtigen Kreditgeber die entsprechenden Verluste tragen zu lassen. Im Lichte dieser Erfahrung würden Gläubiger und Schuldner in Zukunft doppelt vorsichtig sein, bevor sie erneut solch unüberlegte Kreditverhältnisse eingehen.

Dieser Gedankengang mag zwar vordergründig einleuchten, läßt aber einige wesentliche Punkte außer acht. Hier wird nämlich ein Prinzip, dessen Anwendung auf private Schuldner und Gläubiger im Rahmen einer marktwirtschaftlichen Ordnung innerhalb der Grenzen eines souveränen Staates (mit gewissen Einschränkungen) durchaus vertretbar ist, im Analogieschluß auf die Weltwirtschaft übertragen. Erster Einwand: Wenn ein gesamter Kontinent in Schwierigkeiten gerät, seine Schulden zu bedienen, entsteht zwangsläufig ein Problem von weltweiten Dimensionen. Ein Zahlungsverzug dieses Umfangs könnte unvorhersehbare Schäden nicht nur für das gesamte Finanzsystem heraufbeschwören, sondern auch für die Volkswirtschaften der kreditgebenden Staaten und die anderer Schuldnerländer. Im übrigen schränkt die Größe eines Schuldners auch die Anwendbarkeit des Verzugsprinzips innerhalb nationaler Volkswirtschaften ein, doch kann dann zumindest die Regierung dafür verantwortlich gemacht werden, daß Gegenmaßnahmen zur Eindämmung des Schadens erfolgen. Es gibt aber keine Weltregierung. Zweiter Einwand: Es ist praktisch unmöglich, festzustellen, welche Länder in Zukunft in Schuldendienstschwierigkeiten geraten werden, wenn diese Probleme aus dem Zusammenwirken nationaler Fehlplanungen, ernster weltweiter Rezession, hoher Zinssätze und einer durch das „Regionalisierungssyndrom“ gefesselten Kreditgewährung

der Banken hervorgerufen werden. Die Fähigkeit, Schulden bedienen zu können, ist nicht unbedingt vom Ausmaß vergangener Fehlplanungen abhängig, sondern vielmehr von zukünftigen politischen Maßnahmen, auf welche die internationale Gemeinschaft über den IWF Einfluß nehmen kann. Dritter Einwand: Ein souveräner Staat ist kein privates Unternehmen. Er kann selbst bei Zahlungsverzug nicht wie eine insolvente private Gesellschaft abgewickelt werden, sondern er existiert weiter; seine inländischen Aktiva können weder von den Gläubigern übernommen, noch günstig an andere Länder verkauft werden; man kann ihn also weder zergliedern noch „reorganisieren“ oder „umstrukturieren“.

Dies sind die Gründe, warum Stützungsaktionen bei der Überwindung der akuten Schwierigkeiten von Schuldner und Gläubiger eine Rolle spielen müssen. Der dauerhafte Erfolg solcher Operationen hängt natürlich vom gemeinsamen Handeln aller namhaften Akteure der internationalen Finanzszenen ab.

So muß der Internationale Währungsfonds in der Lage sein, seine Politik substantieller, aber an strikte Auflagen gebundener Kredite an die Defizitländer weiterzuführen, wobei die Betonung gleichermaßen auf „substantiell“ wie auf „an Auflagen gebunden“ liegt. Große Beträge sind aus zwei Gründen erforderlich: einmal weil die Zeiten vorbei sind, in denen bei Herauslegung selbst kleiner Beträge durch den Fonds eine sofortige günstige Reaktion der Märkte erwartet werden konnte. Heute ist die „Hebelwirkung“ des Fonds insoweit bedeutend schwächer, als größere finanzielle Hilfeleistungen erforderlich sind, um zusätzliche private Kapitalströme zu induzieren; zum anderen, weil die Anpassungsmaßnahmen, die die meisten Defizitländer auf sich nehmen müssen, in der Tat sehr einschneidend sind, da sie sich sowohl aus früheren politischen Fehlern als auch aus dem ungünstigen Klima der Weltwirtschaft ergeben. Wenn Regierungen die notwendigen Einschränkungen im Lebensstandard beschließen sollen, so muß eine Belohnung winken, d. h. ein hinreichender Anreiz bestehen, die politische „Schmach“ unpopulärer Maßnahmen auf sich zu nehmen. Die einzige Belohnung, die der Fonds bieten kann (zusätzlich zu seinen technischen Ratschlägen, die zwar geeignet sein mögen, aber wenig politische Überzeugungskraft mitbringen), ist eine ausreichend hohe Finanzierung, die das Land aus seinen aktuellen Schwierigkeiten herausbringt. Gleichzeitig sind aber auch strikte wirtschaftspolitische Auflagen notwendig, weil die Schuldnerländer verstehen müssen, daß (a) ein – unterschiedlich großer – Teil der Schwierigkeiten auf ihre eigenen wirtschaftspolitischen Fehler zurückzuführen ist und (b) die Welt ohnehin kaum zu hohen Wachstumsraten und ganz gewiß nicht zu negativen realen Zinssätzen zurückkehren dürfte.

Um den Fonds in die Lage zu versetzen, eine solche Politik durchzuführen, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein. Die naheliegendste ist die, daß die gesamten verfügbaren Mittel des Fonds ausreichen müssen, um die gesamten Finanzierungserfordernisse zu erfüllen. Wenn die vereinbarten Quotenerhöhungen zügig durchgeführt werden und wenn die erweiterte AKV-Fazilität auch ratifiziert wird, ist es wahrscheinlich, daß diese Bedingung fürs erste erfüllt werden kann. Beide „Wenn“ hängen vor allem von der Haltung der US-Administration und des amerikanischen Kongresses ab. Man kann jedoch nicht ausschließen, daß der Fonds selbst wenn diese Hürden überwunden werden sollten, über kurz oder lang gewisse

Liquiditätsprobleme zu bewältigen hat. Es sollte ihm daher gestattet sein, zukünftige Probleme dieser Art zu lösen, vorzugsweise durch Verschuldung bei offiziellen Kreditgebern. Die zweite Bedingung ist, daß der Fonds in der Lage sein sollte, den Kreditanforderungen jedes einzelnen Landes nachzukommen. Diese Bedingung wäre nur schwer zu erfüllen, wenn die Zunahme der Ziehungsrechte aufgrund der Quotenerhöhungen voll durch eine Reduzierung des Vielfachen der Quoten ausgeglichen würde, das im Rahmen der Erweiterten Fazilität gezogen werden kann.

Was die Länder angeht, die Finanzierungshilfen von außen benötigen, so liegt ihr zweckmäßigster Beitrag zur Aufrechterhaltung reibungslos funktionierender Finanzmärkte darin, daß sie sich zur Durchführung von Sanierungsmaßnahmen im Inland bereit finden. Dies ist das notwendige Pendant einer Fortsetzung der Fondspolitik substantieller, aber an strikte Auflagen gebundener Kredite. Für einige – vielleicht die Mehrzahl – der Defizitländer wären binnenwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen in jedem Fall, sogar in einer weltweit günstigen Wirtschaftssituation, unvermeidlich geworden. Doch selbst jene Länder, die mit ihrer Auslandsverschuldung nicht den Konsum, sondern zusätzliche, vielleicht sogar exportorientierte Investitionen finanziert haben, werden einfach einsehen müssen, daß es außerhalb der Möglichkeiten der Industrieländer liegt, in naher Zukunft Wachstumsraten zu erreichen, die diese Investitionsprogramme in allen Fällen rechtfertigen würden. Auch diese Länder sollten daher eine Drosselung der inländischen Absorption akzeptieren. Nichts könnte in der Praxis die Wirksamkeit international abgestimmter Stützungsoperationen schneller untergraben als ein Versagen von Schuldnerländern bei der Einhaltung ihrer mit dem Fonds vereinbarten Verhaltenskriterien. Jedes derartige Versagen könnte die multilateralen Finanzierungspakete, die oft nach langwierigen Verhandlungen unter der Schirmherrschaft des Fonds zusammengeschnürt wurden, unmittelbar gefährden.

Die internationale Verschuldungssituation kann aber auch nicht ohne aktive Mitwirkung des Bankensystems – der dritten Gruppe innerhalb der Hauptakteure der internationalen Finanzszenen – unter Kontrolle gehalten werden. Eine solche tatkräftige Mitwirkung sollte sich von drei Grundsätzen leiten lassen. Im Fall wirklicher „Problemländer“ sollten die Banken die Ruhe bewahren, wie sie es bisher – trotz vielfältigen Stillstands, einseitiger Moratorien und langwieriger Prolongations- oder Umschuldungsverhandlungen – im großen und ganzen getan haben. Zweitens sollten sie bestrebt sein, nicht dem Regionalisierungssyndrom zu erliegen, dem sie erheblich weniger erfolgreich widerstanden haben. Weder die lateinamerikanischen noch die osteuropäischen Länder verdienen es, über einen Kamm geschoren zu werden. Als drittes sollten sich die Banken schließlich nicht unterschiedslos im weltweiten Rahmen von der Gewährung neuer internationaler Kredite zurückziehen, da eine solche Handlungsweise der sicherste Weg wäre, ihr Eigeninteresse aufs Spiel zu setzen und der Liste der Problemländer neue Namen hinzuzufügen. Für die westliche Bankengemeinschaft, die nun einmal sowohl scharfen Wettbewerb als auch (vielleicht gerade deshalb) ein gewisses abgestimmtes Gruppenverhalten gewohnt ist, stellen die zweite und dritte Empfehlung eine ernste Bewährungsprobe dar. Es bleibt zu hoffen, daß sie sie mit ebenso großer Effizienz und objektivem Eigeninteresse bestehen kann, wie sie es bei der Handhabung der gegenwärtigen Problemfälle bewiesen hat.

Die anderen wichtigen Partner einer abgestimmten Strategie zur Vermeidung einer internationalen Verschuldungskrise waren die Währungsbehörden einer Anzahl von Ländern, die im wesentlichen über die BIZ tätig wurden. Hilfsaktionen der Zentralbanken wurden im letzten Jahr zugunsten von Argentinien, Brasilien, Ungarn, Mexiko und Jugoslawien durchgeführt, wobei es sich um Überbrückungskredite handelte; damit sollte in den Fällen Zeit gewonnen werden, in denen Länder mit akuten Liquiditätsproblemen in ernsthaften Verhandlungen mit dem IWF über längerfristige Finanzierungen standen, die geeignete inländische Sanierungsmaßnahmen abstützen sollten. Auf dieser Basis und innerhalb der Grenzen der ihr zur Verfügung stehenden Mittel hat die Gemeinschaft der Zentralbanken der westlichen Industriestaaten so auf die klarste und eindeutigste Art ihre gemeinsame Entschlossenheit und Fähigkeit bewiesen, bei einer Gefahr für die Funktionstüchtigkeit des internationalen Finanzsystems unverzüglich zu handeln.

Trotz vieler Schwierigkeiten kann erwartet werden, daß es einem geschickten finanziellen Management und der wirkungsvollen Zusammenarbeit dieser vier Gruppen von Akteuren der internationalen Finanzszenen gelingt, den Status quo so lange aufrechtzuerhalten, bis eine wirtschaftliche Erholung in den westlichen Industriestaaten die grundlegenden, „fundamentalen“ Faktoren verbessert. Darüber hinaus müssen wir uns jedoch noch mit den echten „System“-Problemen befassen, die durch die jüngsten Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten offengelegt oder geschaffen worden sind. Drei dieser – weitgehend interdependenten – Probleme verdienen es, genauer behandelt zu werden: die komplexen Beziehungen zwischen offiziellen Stellen und Banken; die Fälligkeitsstruktur der ausstehenden internationalen Bankkredite; und vor allem die internationalen Kapitalströme, die in Zukunft für die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten zur Verfügung stehen. Obwohl die Bedeutung dieser Punkte für sich selber spricht, sind die möglichen Lösungsansätze doch so stark von der laufenden Entwicklung abhängig, daß es wohl verfrüht ist, im gegenwärtigen Stadium diesbezüglich irgendwelche formale Empfehlungen auszusprechen. Entscheidend ist jedoch, daß die politisch Verantwortlichen sie bei der täglichen Behandlung der aktuellen Probleme im Auge behalten.

Der erste dieser Punkte betrifft den möglichen Einfluß der Rettungsaktionen auf die künftigen Beziehungen zwischen internationalen Organisationen, Zentralbanken, Schuldnerländern und Banken. Der Erfolg dieser Hilfsoperationen hing in der Vergangenheit – wie es auch in der Zukunft sein würde – von der engen Zusammenarbeit zwischen allen Hauptakteuren der internationalen Finanzszenen ab; dadurch wurde, wie es dem Wesen jeglicher Kooperation entspricht, zwangsläufig eine zunehmende gegenseitige Abhängigkeit zwischen den Beteiligten geschaffen, die ihrerseits in gewisser Weise ihre Handlungsfreiheit einengte. Das galt insbesondere für die Banken, die sich in einer Anzahl von Fällen bereit erklärten, ihr Engagement gegenüber einigen Problemländern aufrechtzuerhalten oder sogar zu erhöhen. Dies taten sie aus der richtigen Einsicht heraus, daß auf diese Weise die Bonität ihrer gegenwärtig zweifelhaften Forderungen langfristig am ehesten zu verbessern war. Zugegebenermaßen haben sowohl der IWF als auch einige nationale Behörden stark dazu beigetragen, das Bewußtsein der Banken für die makroökonomischen und -finanziellen Konsequenzen ihrer Handlungen zu schärfen. Gleichzeitig

sollte aber auch kein Zweifel darüber aufkommen, daß die Banken wie in der Vergangenheit nach wie vor voll verantwortlich für ihre Kreditentscheidungen sind. Allerdings könnte man – ohne diesen Grundsatz zu vergessen – ebenso argumentieren, daß das reibungslose Arbeiten der internationalen Finanzmärkte auch in Zukunft neue Formen der Kooperation zwischen den Beteiligten erfordern wird. Auf diesem Gebiet besteht ein großer Bedarf an neuen, weiterführenden Ideen, die nicht unbedingt an den besonderen Kooperationsformen orientiert sein müssen, die bei den jüngsten außergewöhnlichen Hilfsmaßnahmen benutzt wurden. Jedenfalls sollten diese Maßnahmen in keiner Weise als Präzedenzfall für ein Funktionieren der Märkte unter normaleren Umständen angesehen werden.

Der zweite Problembereich liegt in der Fälligkeitsstruktur der ausstehenden Auslandskredite der Banken. Von den Ende Juni 1982 insgesamt gegenüber den 24 wichtigsten Schuldnerländern außerhalb des BIZ-Berichtsgebiets ausstehenden Bankkrediten (US-\$ 390 Mrd.) waren 44%, d.h. US-\$ 171 Mrd., innerhalb der folgenden zwölf Monate fällig. Als die BIZ 1978 mit der Veröffentlichung ihrer nach Fälligkeiten untergliederten Statistik begann, stellten einige Gläubiger und Schuldner die Zweckmäßigkeit dieser Zahlen mit dem Argument in Frage, daß ein großer Teil dieser kurzfristigen Forderungen in ganz gewöhnlicher Weise erneuert würde, da sie im wesentlichen mit Handelsgeschäften verbunden seien. Heute besteht keine Notwendigkeit mehr, die mangelnde Fundierung eines ganz erheblichen Teils der kurzfristigen Bankforderungen zu belegen. Solange ein stark zur kurzfristigen Seite hin verzerrtes Laufzeitenprofil fortbesteht, könnte jeder zukünftige exogene Schock – und solche Schocks sind unvermeidlich – einen destabilisierenden Einfluß auf das Weltfinanzsystem ausüben. Gegenwärtig wird eine Reihe von Konsolidierungsvorschlägen diskutiert; die meisten von ihnen enthalten Elemente einer Lastenverteilung zwischen Schuldnern, Gläubigern und oft auch dem IWF oder westlichen Regierungen. Wägt man die Vor- und Nachteile solcher Vorschläge gegeneinander ab, so sollte – ganz abgesehen von ihrer praktischen und politischen Durchführbarkeit – als wesentliche Überlegung im Auge behalten werden, inwieweit die Annahme dieser Vorschläge den Marktmechanismus, d.h. das zukünftige Verhalten sowohl der Schuldner als auch der Kreditgeber, in einer Weise beeinflussen würde, die die Lösung des voraussichtlich entstehenden „Stromgrößen“-Problems weiter erschwert.

Drittens gibt es nämlich ein „Stromgrößen“-Problem, was die Finanzierung zukünftiger Leistungsbilanzdefizite angeht. Eine Steigerung der Inlandsnachfrage in den Industriestaaten mag für eine Zeit die außenwirtschaftlichen Defizite der übrigen Welt reduzieren; mit einigem Glück und Geschick kann man vielleicht einen dritten Ölschock und damit das Wiederaufleben riesiger ölbedingter Defizite vermeiden. Aber bei dem bestehenden hohen Integrationsgrad der Weltwirtschaft kann man nicht von der Annahme ausgehen, daß die Leistungsbilanzungleichgewichte eine zu vernachlässigende Größe sein werden. Solche Ungleichgewichte werden nicht nur als Folge eines konjunkturellen Gegentakts, unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Zielvorstellungen oder als Konsequenz externer Schocks fortbestehen oder wieder auftreten, sondern auch aufgrund der Tatsache, daß es nicht zu einem realen Ressourcentransfer zugunsten der Entwicklungsländer kommen kann, ohne daß diese Länder – als Gruppe – nachhaltige Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Es

ist eine Sache, den Entwicklungsländern während einer Ausnahmesituation für einige Jahre eine interne Sanierungspolitik aufzubürden, die zu einem beachtlichen Handelsüberschuß führen sollte; es wäre eine ganz andere Sache – und inakzeptabel –, wenn diese Länder gezwungen wären, über einen langen Zeitraum hinweg insgesamt mit einem erheblichen Handelsüberschuß zu leben. Eine solche Situation wäre ein krasser Verstoß gegen den Grundsatz der optimalen Ressourcenallokation und würde darüber hinaus politisch hochbrisant sein. Daher stellt sich die Frage, welche Kapitalströme die nachhaltigen Leistungsbilanzdefizite der Entwicklungsländer finanzieren könnten.

Hierin liegt das Systemproblem, das im Licht der jüngsten Erfahrungen die sorgfältigsten Überlegungen erfordert. Wie in Kapitel VI gezeigt wurde, war eine der bemerkenswertesten Entwicklungen im Rahmen der internationalen Finanzbeziehungen zwischen der ersten Ölkrise und der Jahresmitte 1982 die aktive Beteiligung der Geschäftsbanken der Industrieländer an der Zahlungsbilanzfinanzierung. Das geschätzte Leistungsbilanzdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in diesem Zeitraum – US-\$ 294 Mrd. – wurde zu 45%, d.h. in Höhe von US-\$ 132 Mrd., durch Nettozuflüsse aus dem Bankensektor abgedeckt. Die entwickelten Industrieländer außerhalb der Zehnergruppe erhielten Nettobankkredite in Höhe von US-\$ 60 Mrd., was etwa 40% ihres zusammengenommenen Leistungsbilanzdefizits von US-\$ 153 Mrd. entsprach. Es mag zugestanden werden, daß Defizite dieser Größenordnung langfristig überhöht und untragbar sind und sich deshalb nicht in gleichem Ausmaß wiederholen sollten. Dennoch legen diese Zahlen den Schluß nahe, daß die Zahlungsbilanzfinanzierung in der Zukunft voraussichtlich ernsthafte Probleme mit sich bringen würde, wenn die Banken ihre Beteiligung hieran reduzieren oder gar ihr gesamtes ausstehendes Kreditengagement einfrieren würden.

Es ist schwierig und vielleicht auch gar nicht sinnvoll, zum jetzigen Zeitpunkt über die langfristige internationale Kreditvergabepolitik der Banken zu spekulieren. Sicherlich wird sie wesentlich davon abhängen, wie die Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten während der nächsten zwölf Monate verläuft. Ein paar grundsätzliche Überlegungen sind jedoch vielleicht nützlich.

Die erste basiert auf Beobachtungen dessen, was bereits heute geschieht. Insofern die Banken noch weitere Nettokredite außerhalb des OECD-Raums vergeben, wird ein zunehmender Teil handelsbezogen gewährt, was zu Lasten der ungebundenen, „reinen“ Finanzkredite geht, d.h. der Zahlungsbilanzfinanzierung. Die Uhr wird dorthin zurückgedreht, wo sie vor der ersten Ölkrise stand. Dies mag Vorteile haben; nicht so sehr, was eine erhöhte Sicherheit für das kreditgewährende Land angeht – da sich eindeutig gezeigt hat, daß im Fall einer Zahlungsbilanzkrise *alle* Kredite gefährdet sind – als vielmehr für die Banken selbst, wenn ihre Forderungen durch die Unterschrift des Exporteurs oder eine staatliche Garantie abgesichert sind. Wenn solche Kredite in Form von Projektfinanzierungen gewährt werden, so besteht überdies die Vermutung (allerdings auch nicht mehr als die Vermutung), daß das Schuldnerland seine inländische Kapitalbildung im Gleichschritt mit dem Wachstum seiner Auslandsverschuldung erhöht. Es liegen allerdings auch Gefahren in dieser Entwicklung, die genau beachtet werden sollten: Bilaterale Finanzgeschäfte ziehen oft Handels- und Preisverzerrungen nach sich, die so einen willkommenen

Anlaß für – in einer schwachen Weltwirtschaftslage – stets sehr lebendige protektionistische Bestrebungen bieten.

Die zweite Überlegung betrifft die Frage, in welcher Form die Banken bei der zukünftigen Zahlungsbilanzfinanzierung über den Bereich der handels- oder projektgebundenen Kredite hinaus eine sinnvolle Rolle übernehmen könnten. Es steht außer Zweifel, daß der Beitrag der Banken zur Auslandsfinanzierung für das reibungslose Funktionieren des internationalen Zahlungsverkehrs während der nächsten Jahre von entscheidender Bedeutung ist. Ob sie auf lange Sicht gesehen weiterhin „reine“ Zahlungsbilanzkredite gewähren sollten, ist ein ganz anderes Problem, das sorgfältiges Nachdenken sowohl von Seiten der offiziellen Stellen als auch der Banken selbst wert ist. Auf der einen Seite legen die obengenannten Zahlen nahe, daß ohne eine zumindest maßvolle weitere Beteiligung der Banken an der Zahlungsbilanzfinanzierung in Zukunft eine ernsthafte Finanzierungslücke auftreten könnte. Auf der anderen Seite ist es bei den gemachten Erfahrungen und der gegebenen Wettbewerbssituation nicht leicht vorstellbar, daß die Banken jemals untereinander die Disziplin aufbringen könnten, ihre Ausleihungen vom Vollzug interner Sanierungsmaßnahmen des Schuldnerlandes abhängig zu machen, so daß der IWF mit seinen an Auflagen gebundenen Krediten nicht noch einmal aus dem Markt gedrängt würde. Sorgfältig dem Einzelfall angepaßte abgestufte Auflagen wären ein enormer Fortschritt im Vergleich zum Verhalten der Banken in den letzten Jahren, als eine übermäßige unkonditionierte Finanzierung plötzlich durch einen totalen Kreditstopp oder sogar die Rücknahme bestehender Kredite abgelöst wurde. Aber ist es realistisch, einen solchen Fortschritt zu erwarten? An die Verfügbarkeit besserer Informationen für die Kreditgeber kann man keine großen Hoffnungen knüpfen. Wie in Kapitel VI gezeigt wurde, ging dem Auftreten von Schuldendienstschwierigkeiten in allen größeren Fällen eine Kumulierung der Verschuldung bei ausländischen Banken über relativ lange Zeiträume voraus, oder es kam zu Veränderungen in der Fälligkeitsstruktur dieser Schulden, die durch öffentlich verfügbare Daten dokumentiert war. Es wäre vielleicht möglich, Methoden der Kooperation zwischen IWF und privaten Kreditgebern zu entwickeln, ebenso wie es wünschenswert ist, daß mehr Gemeinschaftsfinanzierungen zwischen Banken und Weltbank zustande kommen.

Dies führt uns zu der dritten und wichtigsten Überlegung, die die zukünftige Rolle von IWF und Weltbank betrifft. Jedes langfristige Szenario, das nicht davon ausgeht, daß *beiden* Institutionen in Zukunft erheblich größere Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden, die weit über alle kurzfristig vielleicht benötigten Beträge hinausgehen, ist faktisch undenkbar. Die Argumente für eine erweiterte Rolle des IWF sind heute bereits allgemein geläufig, so daß weitere Ausführungen hierzu entbehrlich sind. Hingegen verdient die erweiterte Funktion der Weltbank, vielleicht auch der regionalen Entwicklungsbanken, einige erläuternde Anmerkungen. Der IWF könnte sich – mit Unterstützung des Bankensystems, wie zu hoffen ist – um die Leistungsbilanzdefizite kümmern, die wegen ihrer Unhaltbarkeit auf kurze oder mittlere Frist gesehen durch geeignete binnenwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen beseitigt werden müssen, gleichgültig ob es sich um Defizite in Industrie- oder Entwicklungsländern handelt. Hingegen haben außenwirtschaftliche Defizite aufgrund von Entwicklungserfordernissen einen anderen Charakter. Sie bleiben ver-

mutlich über viele Jahre hinweg bestehen und dürften darüber hinaus gewöhnlich mit entsprechenden inländischen Investitionsvorhaben zusammenhängen. Einige dieser Finanzierungsbedürfnisse können vielleicht durch Lieferantenkredite beim Import von Kapitalgütern abgedeckt werden, andere durch Direktinvestitionen. Es wäre sehr optimistisch oder aber kurzfristig zu glauben, daß in der gegenwärtigen politischen Weltlage die zwischenstaatliche Bereitstellung von Eigenkapital für Investitionen eine große Rolle in der Entwicklungsfinanzierung spielen könnte. Im übrigen sind weder Importe von Kapitalgütern noch Direktinvestitionen auf die Erfordernisse bestimmter Typen der Kapitalbildung zugeschnitten, die für Entwicklungszwecke maßgeblich sind. Bilaterale Hilfen und Finanzströme können und sollten zwar dazu beitragen, diese Bedürfnisse zu befriedigen; wie Lieferantenkredite verstärken jedoch auch sie den vorherrschenden Trend zum Protektionismus und zur Aufspaltung der Weltwirtschaft. Hier liegen die Gründe, warum die Weltbank die Unterstützung all derjenigen verdient, die den multilateralen weltweiten Charakter ihrer Tätigkeit zu schätzen wissen. Sie sollte der wesentliche Transmissionskanal werden, durch den langfristige Kapitalbewegungen den Transfer realer Ressourcen bewirken.

Die in diesem Bericht angesprochenen Hauptpunkte lassen sich sehr knapp zusammenfassen. Mit der starken Verlangsamung der Inflation, dem Verschwinden der OPEC-Überschüsse und der sich langsam herausbildenden wirtschaftlichen Erholung in den Hauptindustrielländern beginnen sich die Aussichten für die Weltwirtschaft nunmehr aufzuhellen. Die finanzielle Schwäche innerhalb der Industrieländer nimmt ab. Die wirksame Zusammenarbeit zwischen den Regierungen, dem IWF, den Zentralbanken und den Geschäftsbanken hat einen Zerfall des internationalen Kredit- und Zahlungssystems abgewendet. Es ist vielleicht nicht zu optimistisch, zu hoffen, daß die Hauptakteure der internationalen Finanzszenen im Hinblick auf die grundsätzlichen und längerfristigen Herausforderungen ebensoviel Einfallsreichtum, Verantwortungsbewußtsein und Kooperationsbereitschaft zeigen werden, wie sie bei der Abwehr einer offenbaren Notsituation bewiesen haben.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1983

BILANZ VOM

(vor und nach Verwendung)

AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
Gold	5 184 447 789
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	16 549 485
Schatzwechsel	47 381 3075
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	20 756 401
Währungen	
bis zu 3 Monaten	10 302 505 225
von mehr als 3 Monaten	<u>2 449 157 408</u>
	12 772 419 034
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	9 518 061 104
von mehr als 3 Monaten	<u>9 323 258 53</u>
	18 841 319 57
Verschiedenes	26 494 476
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
	<u><u>20 357 855 817</u></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 1983: 42 871 313 Goldfranken.</p>	

31. MÄRZ 1983

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital			
Genehmigt: 600000 Aktien von je 2500 Goldfranken	<u>1 500 000 000</u>		
Begeben: 473125 Aktien	<u>1 182 812 500</u>		
mit 25%iger Einzahlung		295 703 125	295 703 125
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	437 152 793		457 152 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds	21 530 055		21 530 055
Freier Reservefonds	<u>202 730 236</u>		<u>232 730 236</u>
		691 483 397	741 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 321 577 045		
bis zu 3 Monaten	145 549 558		
Andere Einleger			
auf Sicht	<u>33 082 685</u>		
		4 500 209 288	4 500 209 288
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	1 084 632 764		
bis zu 3 Monaten	11 687 042 967		
von mehr als 3 Monaten	1 234 977 718		
Andere Einleger			
auf Sicht	11 768 817		
bis zu 3 Monaten	361 393 556		
von mehr als 3 Monaten	<u>107 056 133</u>		
		14 486 871 955	14 486 871 955
Verschiedenes		317 761 879	317 761 879
Gewinn- und Verlustrechnung		65 826 173	-
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1983</i>		-	<u>15 826 173</u>
		<u>20 357 855 817</u>	<u>20 357 855 817</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, 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 1983 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, 29. April 1983

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1983 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	82513243
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	195483
Direktion und Personal	11459937
Geschäfts- und Bürokosten	<u>4214013</u>
	<u>15869433</u>
Geschäftsertrag	66643810
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	<u>817637</u>
Reingewinn für das am 31. März 1983 abgeschlossene Geschäftsjahr	65826173
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende: 135 Schweizer Franken auf 473125 Aktien	<u>15826173</u>
	50000000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>20000000</u>
	30000000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>30000000</u>
	-
	<u><u> </u></u>

VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK
während des am 31. März 1983 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1982-83

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1982 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1981-82	30 070 313	437 152 793	21 530 055	202 730 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1982-83	<u>—</u>	<u>20 000 000</u>	<u>—</u>	<u>30 000 000</u>
Stand am 31. März 1983 laut Bilanz	<u>30 070 313</u>	<u>457 152 793</u>	<u>21 530 055</u>	<u>232 730 236</u>

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1983 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 420 464	662 123 589
Währungen	<u>—</u>	<u>375 062 933</u>	<u>375 062 933</u>
	<u>295 703 125</u>	<u>741 483 397</u>	<u>1 037 186 522</u>

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
Bengt Dennis, Stockholm
Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Jean Godeaux, Brüssel
Renaud de la Genière, Paris
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Baron de Strycker, Brüssel

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