

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

VIERUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1983 – 31. MÄRZ 1984

BASEL

18. Juni 1984

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	1
I. Auf dem Weg zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum?	3
II. Wirtschaftserholung: Ursprung, Ausgewogenheit und Tragfähigkeit	8
<i>Schwerpunkte (S. 8); die Wirtschaftserholung: Nachfrage und Produktion (S. 9); die Vorreiterrolle der Vereinigten Staaten (S. 11), Anzeichen einer Erholung in Europa und Japan (S. 14); Arbeitslosigkeit (S. 17); Preis- und Lohnentwicklung im Jahr 1983 (S. 19); die Tragfähigkeit der Wirtschaftserholung: Löhne und Produktivität (S. 22); Nominallöhne (S. 22), Produktivitätswachstum (S. 24), Reallöhne (S. 26); die Tragfähigkeit der Wirtschaftserholung: wirtschaftspolitische Gegensätze (S. 28); internationale Unterschiede in der Finanzpolitik (S. 28), die Bedeutung der geplanten US-Haushaltsdefizite (S. 33)</i>	
III. Sektorale Finanzierungsströme und Finanzmärkte	36
<i>Schwerpunkte (S. 36); Veränderung der Finanzierungssalden der Sektoren (S. 37); Unternehmensrentabilität und Investitionen (S. 40); Gewinnquoten und Renditen (S. 41), abnehmende Eigenkapitalquoten (S. 42), sonstige finanzielle Indikatoren (S. 45), Länderentwicklungen (S. 46); Entwicklungen auf den Finanzmärkten (S. 48); Grundmuster und Zusammensetzung der Finanzströme (S. 50): das Bankensystem (S. 50), das Finanzsystem als Ganzes (S. 53); finanzielle Innovationen (S. 56); Staatsverschuldung (S. 56); Zinsrisiko (S. 57); Organisation des Handels mit „Futures“ (S. 58), mögliche Beiträge (S. 58); Entwicklung des Handels mit Zins-Futures (S. 60); Beteiligung der Banken (S. 60), weiteres Wachstum (S. 62); wirtschaftspolitische Implikationen der Futures-Märkte (S. 63); Geldpolitik (S. 63), Klarheit (S. 63), allgemeine Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte (S. 63)</i>	
IV. Geldpolitik und Zinssätze	64
<i>Schwerpunkte (S. 64); Entwicklung der Geldbestände und Änderungen in der Geldmengenpolitik (S. 65); Geldmengenpolitik und Wirtschaftserholung (S. 70); Zinsentwicklung und wechselkursorientierte Geldpolitik (S. 75): kurzfristige Zinssätze (S. 75), langfristige Zinssätze (S. 80); Realzinssätze (S. 81); „Policy mix“, Zinssätze und Transmissionsmechanismus (S. 82)</i>	

V. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr 88

Schwerpunkte (S. 88); Welthandel (S. 89); internationale Zahlungsbilanzentwicklung (S. 91); Zahlungsbilanz der USA (S. 93): *Leistungsbilanz (S. 93), Kapitalbilanz (S. 96), die Dauerhaftigkeit der US-Außenwirtschaftsposition (S. 98)*; Zahlungsbilanzentwicklungen in den übrigen Ländern der Zehnergruppe (S. 99): *Leistungsbilanzentwicklung (S. 99), Entwicklungen im Kapitalverkehr (S. 103)*; Zahlungsbilanzentwicklungen in anderen Ländergruppen (S. 107): *entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe (S. 107), OPEC-Länder (S. 109), Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (S. 110), der langfristige Anpassungsprozeß (S. 112)*

VI. Internationale Kredit- und Anleihemärkte 115

Schwerpunkte (S. 115); das internationale Bankgeschäft: bestimmende Einflüsse und Entwicklung der internationalen Verschuldungslage (S. 117); Entwicklung der wichtigsten Aggregate (S. 126): *Entwicklungen an den einzelnen Finanzplätzen (S. 127), strukturelle Zusammensetzung des grenzüberschreitenden Neugeschäfts der Banken (S. 130), Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts (S. 132)*; Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (S. 134); internationale Anleihemärkte (S. 139)

VII. Internationale Währungslage 145

Schwerpunkte (S. 145); Entwicklung der Wechselkurse (S. 146): *die frei schwankenden Währungen (S. 146), Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS (S. 151)*; Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 154); Weltwährungsreserven und internationale Liquidität (S. 158): *Reservearten (S. 159), regionale Verteilung (S. 161), Anlage von Devisenreserven (S. 165)*

VIII. Die Tätigkeit der Bank 168

Finanzhilfe für Zentralbanken (S. 168); Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 170); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 172): *Passiva (Mittelaufkommen) (S. 173), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 176), Goldtermingeschäfte (S. 178)*; der Reingewinn und seine Verwendung (S. 178); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 179); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 179); Veränderungen im Verwaltungsrat (S. 182)

Schlußbemerkungen 183

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1984

VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

	Seite
Wirtschaftserholung: Ursprung, Ausgewogenheit und Tragfähigkeit	
Industrieproduktion ★	10
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	12
Veränderung von Einkommen, Ausgaben und Ersparnis der Verbraucher in ausgewählten Ländern	15
Arbeitslosigkeit	18
Entwicklung der Verbraucherpreise	19
Entwicklung der Nominallöhne	20
Rohstoffpreise und Einfuhrdurchschnittswerte ★	21
Trends der Arbeitsproduktivität	25
Reallöhne, Produktivität und Arbeitslosigkeit ★	27
Ausgaben der öffentlichen Haushalte und Budgetsalden	29
Haushaltsdefizite und Arbeitslosigkeit ★	30
US-Bundeshaushalt 1985: Offizielle Vorhersagen und Annahmen	33
Sektorale Finanzierungsströme und Finanzmärkte	
Finanzierungssalden der Sektoren	38
Renditen und andere finanzielle Indikatoren ★	44/45
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren	49
Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung	51
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren nach Arten und Quellen	54
Anteil der inländischen Bankkredite an der gesamten Kreditgewährung	55
Handelsvolumen in Zins-Futures ★	61
Geschäftsbankenbeteiligung an Zins-Futures-Märkten in den USA	61
Verteilung der offenen Positionen in US-Zins-Futures-Kontrakten am Ende des ersten Quartals 1984	62
Geldpolitik und Zinssätze	
Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung ★	67
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Wachstumsraten	69
Weit definierte Geldmenge, Preise und reales Bruttosozialprodukt ★	72
Zinssätze und Umlaufgeschwindigkeit der monetären Aggregate ★	74

	Seite
Geldmarktzinsen ★	76
Einflüsse auf das Zentralbankgeld und die kurzfristigen Zinssätze	78
Langfristige Zinssätze und Terminstruktur	80
Langfristige Realzinssätze	82
Haushaltsdefizite, Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen und Realzinssätze ★	84

Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandelsvolumen 1981–83 ★	90
Leistungsbilanzsalden 1981–83	92
USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderungen 1981–83 (Schätzung)	94
USA: Veränderungen der Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen 1981–83	95
USA: Kapitalverkehr 1981–83	96
USA: Kapitalströme über Banken nach Transaktionsarten 1982/83	97
Zehnergruppenländer ohne USA: Kapitalströme und Veränderungen der amtlichen Nettowährungsreserven 1982/83	104
OPEC-Länder: Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1982/83	109
Leistungsbilanzsalden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in Lateinamerika und Asien 1981–83	111
Nicht-OPEC-Entwicklungsländer: Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1981–83 (Schätzung)	112
Langfristige Anpassungsszenarien für die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer Lateinamerikas ★	114

Internationale Kredit- und Anleihemärkte

Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken und internationale Anleiheemissionen	116
US-Prime rate, Interbanksätze für dreimonatige Euromarkteinlagen und ihr Gefälle gegenüber den Inlandszinsen ★	118
Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1978–83 (Schätzung)	122
Bestimmungsgründe für die Krediterfordernisse und die Inanspruchnahme der internationalen Bankenfinanzierung durch Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974–83 ★	123
Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973–83 ★	124
Veränderung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern 1980–83	128
Aufteilung des internationalen Bankgeschäfts auf Banken und Nichtbanken 1980–83	131
Aufgliederung des internationalen Bankgeschäfts nach Währungen 1981–83	133
Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditströme 1980–83	136
Internationale Anleihen	140

	Seite
Eurogeldmarktsätze und Renditen von US-Dollar-Anleihen auf internationalen und inländischen Märkten ★	141
Aufgliederung internationaler Anleihen nach Wertpapierarten	142

Internationale Währungslage

Schwankungen der bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten anderen Währungen 1982–84 ★	147
Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980–84 ★	150
Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbunds des EWS 1983/84 ★	152
Indikatoren der Konvergenz und Divergenz innerhalb des EWS 1981–84 ★	154
Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	155
Weltgoldgewinnung (Schätzung)	156
Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1981–84 ★	157
Veränderung der Weltwährungsreserven 1981–83	162
Ausgewählte Ländergruppen: Verhältnis von Nichtgoldreserven zu Wareneinfuhren 1969–83 ★	163
Ausgewählte Ländergruppen: Verhältnis von Nichtgoldreserven zur Auslandsverschuldung gegenüber Banken 1978–83	164
Struktur der Anlage von Devisenreserven 1981–83.	166

Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	173
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	173
Fremdmittel (Herkunft)	175
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	175
Aktiva (Sachkategorien)	176
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	177

VIERUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 18. Juni 1984 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 54. Geschäftsjahr (1. April 1983–31. März 1984) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 441 391 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 67 492 877 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 65 826 173 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 16 492 877 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 145 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 20 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 30 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1983/84 den Aktionären am 1. Juli 1984 gezahlt.

I. AUF DEM WEG ZU NACHHALTIGEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM?

Die Wirtschaftserholung in den Industriestaaten war in den letzten achtzehn Monaten das hervorstechende Ereignis im Rahmen der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Eine Führungsrolle spielte dabei der kräftige Aufschwung der Inlandsnachfrage in den USA, wengleich der Prozeß auch durch eine autonome Zunahme der Nachfrage in anderen wichtigen Ländern, vor allem in Deutschland und Großbritannien, mitgetragen wurde. Die inländischen und internationalen Auswirkungen dieser Erholung, die dadurch geweckten Hoffnungen und neu entstandenen Probleme bilden den roten Faden, der die einzelnen Kapitel dieses Berichts verbindet.

Die Bedeutung dieser Wirtschaftserholung kann kaum genug betont werden. Dem Prozeß der Desinflation, der 1980 in den wichtigsten Industriestaaten begonnen hatte, waren zwei Ölkrisen, lange Jahre inflationärer Mißwirtschaft, sieben Jahre eines deutlich verlangsamten Wachstumstrends in den Volkswirtschaften der Industrieländer, zunehmende Arbeitslosigkeit und – unter dem gemeinsamen Einfluß aller dieser Entwicklungen – Unausgewogenheiten bei der Anhäufung nationaler und internationaler Schulden vorausgegangen. Es verwundert deshalb kaum, daß die Desinflation mit einer schwerwiegenden Rezession verbunden war, einem noch schnelleren Anstieg der Arbeitslosigkeit und Anzeichen inländischer und internationaler finanzieller Anfälligkeit, die die Welt den Gefahren einer vollentfachten Finanzkrise aussetzten. Durch erfolgreiche internationale Zusammenarbeit und eine sorgfältige Führung der nationalen Wirtschaftspolitik konnte jedoch die Krise abgewendet werden. Gleichzeitig zeigten sich erste positive Ergebnisse des Desinflationsprozesses nicht nur in einem erheblichen Rückgang der Inflationsraten, sondern auch in einer schrittweisen Verbesserung der Finanzverhältnisse der Unternehmen in den Industrieländern. Nichtsdestoweniger wurde im Verlauf des Winters 1982/83 deutlich, daß es ohne eine frühe und ausgeprägte Wirtschaftserholung in den Industriestaaten immer schwieriger werden würde, die internationale Schuldenkrise durch weitere finanzielle Stützungsoperationen einzudämmen, geschweige denn einer dauerhaften Lösung zuzuführen. Gerade dann, zum Jahresende 1982, begann im letzten Augenblick der Aufschwung der amerikanischen Wirtschaft.

Die günstigen Auswirkungen der Erholung in den USA sind nunmehr deutlich sichtbar. Vom Tiefpunkt der Rezession im vierten Quartal 1982 bis zum ersten Quartal 1984 stieg die reale inländische Gesamtnachfrage um rund 10%, und mehr als 5 Mio. Erwerbspersonen fanden eine neue Beschäftigung. Als Folge sank die Arbeitslosenquote von einem Höchststand von 10,7 auf 7,8%. Gleichzeitig hielt sich die Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs, die während der Rezession von fast 15% im März 1980 auf unter 4% zum Jahresende 1982 gefallen war, im April 1984 weiterhin auf dem vergleichsweise niedrigen Niveau von 4,5%. Es muß allerdings hinzugefügt werden, daß dieses sehr günstige Ergebnis zu einem namhaften Teil auf

die massive Erhöhung des gewogenen Außenwerts des Dollars seit 1980 zurückzuführen ist. Schließlich haben sich die Unternehmensgewinne und die damit zusammenhängenden Finanzkennzahlen deutlich verbessert, und die Anlageinvestitionen haben erneut, in einigen Regionen sogar kräftig zugenommen.

Der Aufschwung in den USA übertrug sich auf die übrigen Länder vor allem durch das starke Wachstum der amerikanischen Importe (über 30% zwischen dem vierten Quartal 1982 und dem ersten Quartal 1984), das eine wichtige Rolle bei der Wiederbelebung des Welthandels spielte und anderen bedeutenden Industrieländern, namentlich Deutschland, Großbritannien und Japan, hilfreiche außenwirtschaftliche Unterstützung ihrer autonomen Aufwärtsentwicklung im Inland bot. Tatsächlich lag ein wesentliches und ermutigendes Merkmal darin, daß die Länder, die die Inflation am erfolgreichsten bekämpft hatten, auch am besten plaziert waren, ihre eigene wirtschaftliche Erholung einzuleiten und in einem späteren Stadium am meisten von der Aufwärtsentwicklung in den USA zu profitieren.

Die Wirtschaftserholung in den USA leistete gleichzeitig einen entscheidenden Beitrag zum Erfolg der von einer Reihe von Defizitländern eingeleiteten Anpassungsmaßnahmen. Die bilaterale Handelsbilanz zwischen den USA und den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern als Gruppe kehrte sich von einem kleinen Überschuß von \$ 0,3 Mrd. im Jahr 1981 in ein hohes Defizit von \$ 13,2 Mrd. im Jahr 1983, wengleich ein beträchtlicher Teil dieser Veränderung autonome Importkürzungen der Entwicklungsländer widerspiegelt. Doch selbst mit dieser Einschränkung ist es unvorstellbar, daß sich das gemeinsame Handelsdefizit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer ohne den unterstützenden Einfluß aus den USA von \$ 65 auf 26 Mrd. reduziert hätte. Auch für eine Reihe von Defizitländern in Westeuropa wäre es ohne die Hilfe der von den USA angeführten Wirtschaftserholung nicht möglich gewesen, ihre Leistungsbilanzen erheblich zu verbessern. Kurz gesagt hat also die Wende in der amerikanischen Wirtschaft eine kaum zu überschätzende Erleichterung für die Weltwirtschaft zur Folge gehabt: Sie hat den Welthandel belebt, den außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß in den Defizitländern unterstützt, die konjunkturelle Wende in Großbritannien, Deutschland und Japan beschleunigt und zur Wiederaufnahme des Wachstums in den übrigen Industrieländern beigetragen.

Diese äußerst günstige Einschätzung bildet den Hintergrund, vor dem die in mehreren Kapiteln dieses Berichts und in den wirtschaftspolitischen Empfehlungen der Schlußbemerkungen geäußerten Vorbehalte gesehen werden müssen. Diese betreffen die Art der gegenwärtigen Erholung in den USA, ihre internationalen Rückwirkungen sowie ihre Belastbarkeit und Dauerhaftigkeit.

Einer dieser Vorbehalte ist am ehesten verständlich, wenn wir die Ursprünge und gegenwärtigen Antriebskräfte der Wirtschaftserholung in den USA aus der heutigen besseren Einsicht heraus zu analysieren versuchen. Ist sie das Ergebnis einer „normalen“ konjunkturellen Belebung? War der Desinflationsprozeß weit genug fortgeschritten, um sicherzustellen, daß sich die Inflationsrate mit zunehmender Wirtschaftserholung nicht mehr als unvermeidlich beschleunigen wird? Wurde die Konjunktur durch politische Maßnahmen künstlich angekurbelt? Die Antwort hierauf muß unterschiedlich ausfallen.

Ein Element der Erholung bilden zweifellos die Faktoren, die gewöhnlich zu einer Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivität beitragen: das Ende des Vorratsabbaus, der Lebenszyklus der Automobile und langlebigen Konsumgüter sowie – teils unter dem Einfluß niedrigerer Zinsen, teils als Konsequenz demografischer Entwicklungen – eine Belebung des Wohnungsbaus. Ein anderes Element, der Anstieg der Realeinkommen und der Rückgang der Sparquoten der privaten Haushalte, kann durchaus eine gemeinsame Auswirkung der erheblich niedrigeren Inflationsrate, des vermutlichen Rückgangs der Inflationserwartungen und des damit verbundenen größeren Vertrauens der Konsumenten sein. Zu diesem Element trug die Geldpolitik entscheidend bei.

So weit so gut; kaum von der Hand weisen läßt sich aber andererseits die sehr plausible Hypothese, daß auch die Finanzpolitik stark stimulierend auf die Wirtschaftsaktivität gewirkt hat. In erster Linie ist hier nicht der Teil des Haushaltsdefizits angesprochen, der sich aus der Verschärfung der Rezession und den eingebauten Stabilisatoren ergab, wengleich frühere Erweiterungen der Anspruchsgrundlagen im Rahmen des Sozialversicherungssystems diese Auswirkungen verstärkten und auch den tendenziellen Anstieg der Staatsausgaben erhöhten. Es geht vielmehr und hauptsächlich um das zusätzliche Defizit, das sich aus neu eingeführten wirtschaftspolitischen Maßnahmen, vor allem den Steuersenkungen und den erhöhten Verteidigungsausgaben ergab. In einem sehr frühen Stadium wurden Besorgnisse der Finanzmarktteilnehmer hinsichtlich der Finanzierung des wachsenden strukturellen Teils des amerikanischen Haushaltsdefizits geäußert; sie bildeten zugleich einen wesentlichen Einflußfaktor, der tendenziell die langfristigen Zinssätze mitten in der Rezession auf einem ungewöhnlich hohen Niveau hielt. Dies mag die Wirtschaftserholung etwas hinausgezögert haben, doch schließlich überwogen die reinen Einkommens- und Nachfrageeffekte des Defizits und trugen kräftig zum Ingangkommen und zur anhaltenden Kraft des Aufschwungs bei. Wie immer die mittel- und langfristigen Ziele der Administration für die Angebotsseite ausgesehen haben mögen, und wie erfolgreich bisher zusätzliche Investitionsanreize geschaffen wurden, in der Zwischenzeit führte diese Politik jedenfalls zu einer ganz gewöhnlichen, nachfragegestützten Erholung.

Vom Standpunkt der US-Wirtschaft aus betrachtet, birgt diese Art des Aufschwungs zwei verschiedene Gefahren. Die eine liegt darin, daß sie durch ein Hochtreiben der Zinssätze noch über das heutige Niveau hinaus eine Situation schaffen kann, in der die Einkommens- und Nachfrageeffekte des Haushaltsdefizits durch den Rückgang der privaten Nachfrage mehr als ausgeglichen werden. Anders formuliert könnte also die Erholung durch ein finanzielles „crowding-out“ zerrieben und zu einem vorzeitigen Stillstand gebracht werden. Die andere Gefahr liegt umgekehrt darin, daß ein Wiederaufleben der Inflationserwartungen, genährt durch die anhaltend hohen Budgetdefizite, die Tragfähigkeit der Erholung zwar für eine lange Zeit sichern, in einem späteren Stadium jedoch in eine plötzliche und langwierige Depression führen könnte. Keines der beiden Ergebnisse kann als wünschenswert angesehen werden.

Die auf internationaler Ebene geweckten Befürchtungen wiegen gleich schwer. In erster Linie besteht Grund zur Besorgnis, welche Entwicklung die US-Wirtschaft

selbst letztlich nehmen wird. Eine Abschwächung des Aufschwungs in den USA ist wünschenswert, und es obliegt – wie in den Schlußbemerkungen dargelegt wird – den übrigen Industriestaaten, eine Wirtschaftspolitik zu verfolgen, die die Fortsetzung einer zufriedenstellenden konjunkturellen Erholung unabhängig von der Entwicklung in den USA gewährleistet. Dies beinhaltet grundsätzlich eine weitere Betonung der Strukturpolitik mit dem Ziel, die Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt zu fördern und eine dynamische Investitionstätigkeit im Inland anzuregen, wenn auch von solchen Maßnahmen naturgemäß nur langfristig Ergebnisse erwartet werden können.

Nichtsdestoweniger wurde bereits ein guter Anfang gemacht, was durch die Tatsache untermauert wird, daß die Wirtschaftserholung z.B. in Großbritannien und in Deutschland unabhängig von derjenigen in den USA einsetzte. Bei der Größe der amerikanischen Wirtschaft besteht jedoch weder für Japan noch für Westeuropa eine Hoffnung, sich voll von den Auswirkungen eines frühen Auslaufens des Aufschwungs in den USA abkapseln zu können, geschweige denn von den Folgen einer von finanziellen Störungen begleiteten amerikanischen Depression. Die günstigen Auswirkungen der amerikanischen Wirtschaftserholung auf die übrige Welt könnten durch eine Rezession in den USA ebenso schnell wieder rückgängig gemacht werden.

Ein anderer Grund zur Besorgnis, der naheliegender ist als der zuerst geäußerte, liegt in dem über die Zinssätze weitergetragenen Einfluß des derzeitigen „policy mix“ in den USA auf die Entwicklung der Wechselkurse. Es gibt viele Ursachen für die jetzige hohe Bewertung des Dollars im Vergleich zu den europäischen Währungen und dem japanischen Yen. Einige von ihnen haben mit der Stärke des Wirtschaftsaufschwungs in den USA und den damit verbundenen hohen Investitionsrenditen zu tun, andere entstehen aus Sicherheitserwägungen. Auf der anderen Seite würde man normalerweise erwarten, daß beträchtliche und weiter zunehmende strukturelle Haushaltsdefizite, verbunden mit einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit erheblichen Ausmaßes, den Wechselkurs eines Landes ungünstig beeinflussen. Die Ansichten der Marktteilnehmer über Gehalt und Bedeutung dieser Faktoren dürften im Zeitablauf noch unterschiedlicher und schwankender geworden sein. Es ist deshalb nicht verwunderlich, daß *Änderungen* der nominalen und realen Zinsdifferenzen in den letzten Jahren keine konsistenten und eindeutigen Auswirkungen auf die Entwicklung der Wechselkurse hatten. Nichtsdestoweniger erscheint zumindest die Annahme vernünftig, daß das Dollar/DM- und das Dollar/Yen-Verhältnis heute ohne die Fortdauer erheblicher Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars anders aussähen.

Das gegenwärtige reale Dollarkursniveau birgt wegen seines Einflusses auf die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Exportwirtschaft offensichtlich die Gefahr, protektionistische Bestrebungen innerhalb der USA zu verschärfen. Gleichzeitig stärkt es die Wettbewerbsfähigkeit anderer Länder, begrenzt aber auch bis zu einem gewissen Grad den antiinflationären Nutzen, der dem Rest der Industrieländer aus dem rezessionsbedingten Rückgang der Öl- und Rohstoffpreise erwachsen sein könnte. Im übrigen könnte ein weiterhin hoher Dollarkurs bei erneut ansteigenden Rohstoffpreisen einige Industrieländer durchaus zu antiinflationären Maß-

nahmen treiben, die andernfalls nicht gerechtfertigt oder notwendig gewesen wären. Am wichtigsten ist jedoch, daß die gegenwärtigen Wechselkursrelationen mit einem auf Dauer tragbaren Leistungsbilanzgefüge (oder, von der anderen Seite betrachtet, der Kapitalströme) eindeutig nicht vereinbar sind. Die niemals zuvor in diesem Ausmaß beobachtete Verschlechterung der Nettogläubigerposition der USA hat das Risiko zukünftiger, von den Devisenmärkten ausgehender finanzieller Erschütterungen beträchtlich erhöht. Tatsächlich hat die wachsende Ungewißheit um den Dollar bereits zu ausgeprägten kurzfristigen Wechselkursschwankungen geführt und könnte im weiteren Zeitverlauf sogar noch stärkere Störungen hervorrufen. Kurz gesagt: Obwohl die günstigen Auswirkungen des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits auf die Weltwirtschaft nicht bestritten werden können, gilt nach wie vor der Satz, daß auch Gutes im Übermaß Schaden anrichten kann. Eine unausgewogene Wirtschaftserholung in den USA zieht unausweichlich eine unausgewogene Wirtschaftserholung in anderen Ländern nach sich.

Nicht zuletzt hat schließlich das hohe Niveau der Dollarzinsen die Zinsbelastung der gegenüber dem Ausland verschuldeten Länder hochgehalten und kürzlich sogar tendenziell noch weiter verstärkt. Etwa zwei Drittel der gesamten Auslandsverschuldung der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (die zum Jahresende 1983 etwa einen Betrag von \$ 560 Mrd. ausmachten) lauten auf Dollar, und mehr als die Hälfte davon ist variabel verzinslich. Es besteht – vor allem für die Länder, deren Auslandsverschuldung ein Vielfaches ihrer jährlichen Exporterlöse ausmacht – eine echte Gefahr, daß der Nutzen höherer Exporte oder einer Beschränkung der Importe durch zusätzliche Zinsbelastungen aufgewogen wird. Bei der gegenwärtigen Größe der internationalen Finanzmärkte und der Rolle des Dollars als maßgeblicher internationaler Finanzwährung ist der internationale Einfluß der amerikanischen Zinssätze viel höher, als man allein aufgrund der relativen Größe der US-Wirtschaft vermuten würde.

Vor zwei Jahren wurde in diesem Bericht Besorgnis über den schmalen Pfad der Wirtschaftspolitik geäußert, den die politisch Verantwortlichen in einer auf Desinflation ausgerichteten Weltwirtschaft finden mußten: Die Weiterführung der antiinflationären Politik war notwendig, es bestand aber eindeutig die Gefahr einer kumulativen Rezession. Im letzten Jahr gab der Bericht der Hoffnung Ausdruck, daß mit den erreichten Erfolgen im Kampf gegen die Inflation und der beginnenden Wirtschaftserholung einige der Belastungen des Desinflationsprozesses abgemildert werden könnten. Diesmal besteht kein Zweifel, daß eine ausgeprägte Wirtschaftserholung in Gang gekommen ist und bereits günstige Auswirkungen zu spüren sind. Wir sind jetzt in der Lage, unsere Aufmerksamkeit darauf zu richten, daß ein ausgewogener und nachhaltiger Verlauf der Wirtschaftserholung sichergestellt wird.

II. WIRTSCHAFTSERHOLUNG: URSPRUNG, AUSGEWOGENHEIT UND TRAGFÄHIGKEIT

Schwerpunkte

In Nordamerika kam die wirtschaftliche Erholung in den ersten Monaten des vergangenen Jahres endgültig zum Durchbruch. Bis zum Jahresende hatte sie dann in unterschiedlichem Ausmaß auch die Mehrzahl der übrigen Industrieländer erfaßt. Als Vorreiter fungierten die USA, wo die Produktion im vierten Quartal um mehr als 6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau lag. Den Schluß bildeten einige wenige Länder, die ihre Anpassungsanstrengungen fortsetzen mußten und bis zum Jahresende nur ein geringes oder gar kein Wachstum verzeichneten. Gleichwohl dürfte sich die Produktion der Länder der Zehnergruppe* vom vierten Quartal 1982 zum vierten Quartal 1983 durchschnittlich um 4% oder mehr erhöht haben.

Diese Entwicklung markierte deutlich das Ende der langen Rezessionsphase, die auf den zweiten Ölpreisschub gefolgt war. Sie weckte Erwartungen, die in einigen Fällen erfüllt wurden, daß sich das Rekordniveau der Arbeitslosigkeit etwas zurückbilden werde. Mit ihr wurde zudem eine der wichtigsten Vorbedingungen für die Entschärfung der internationalen Schuldenkrise erfüllt.

Die konjunkturelle Erholung scheint zwei Ursprünge zu haben, die in einem gewissen Gegensatz zueinander stehen. Einerseits vermittelte die Finanzpolitik der USA, die auf eher mittelfristige Ziele auf der Angebotsseite ausgerichtet worden war, zwischenzeitlich der Nachfrage kräftige Impulse. In den übrigen Ländern wurde diese Nachfrigestimulierung zusätzlich durch Wettbewerbseffekte aus dem steilen Kursanstieg des Dollars seit 1980 verstärkt.

Auf der anderen Seite kamen die langersehnten positiven Auswirkungen des Desinflationsprozesses im vergangenen Jahr eindeutiger zum Tragen. Der durchschnittliche Verbraucherpreisanstieg schwächte sich zur Jahresmitte, als die Auswirkungen des Ölpreisrückgangs spürbar wurden, vorübergehend auf 4% ab. Angesichts eines kaum eingeschränkten nominalen Geldmengenwachstums begannen die realen Ausgaben innerhalb wie außerhalb der USA zu steigen. Die Verbrauchsausgaben trugen maßgeblich zur beschleunigten Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei. Diese Aufwärtsbewegung wurde in unterschiedlichem Ausmaß durch einen Rückgang der privaten Sparquote verstärkt, sei es, weil ein Ausgleich der inflationsbedingten Auszehrung der Ersparnisse weniger notwendig erschien, sei es wegen der Vermögens- und Ausgabeneffekte rückläufiger Zinsen.

Außerhalb der USA wurde in vielen Ländern der haushaltspolitische Sparkurs im Rahmen einer mittelfristig auf strukturelle Änderungen zielenden Strategie fortgesetzt, mit der der Umfang des öffentlichen Sektors und damit auch die Größen-

* Die Schweiz wurde nach ihrer Entscheidung, den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF beizutreten, im April 1984 elftes Mitglied der Zehnergruppe.

ordnung der bestehenden Finanzierungsdefizite verringert oder eingedämmt werden sollten. Wenn das wachsende strukturelle Haushaltsdefizit der USA überhaupt etwas Positives bewirkt hat, dann dies, daß es über seinen Einfluß auf die Zinssätze die europäischen Länder in ihrem Bemühen bestärkt haben könnte, haushaltspolitische Sparmaßnahmen voranzutreiben, und gleichzeitig zuließ, daß einige Erholungsmechanismen der Desinflation das Produktionswachstum beschleunigten. Hinzu kam, daß ein geringerer Lohnkostendruck – gemeinsam mit den vorübergehenden Produktivitätsgewinnen aus dem zunehmenden Produktionswachstum – die Verlangsamung des allgemeinen Preisauftriebs von seiten der Lohnstückkosten zusätzlich begünstigte.

Wenn einerseits diese ungewöhnliche Konstellation von Umständen im vergangenen Jahr willkommene kurzfristige Ergebnisse hervorbrachte, so ergaben sich andererseits für die Zukunft zwei wichtige, miteinander in Zusammenhang stehende Fragen. Erstens: Wie kann die Dynamik der Desinflation trotz einer wieder steigenden Nachfrage bewahrt werden? Und zweitens: Drohen durch die gegensätzlichen mittelfristigen Perspektiven in den USA einerseits und den übrigen Ländern andererseits so schwerwiegende Ungleichgewichte, daß die konjunkturelle Erholung nicht von Dauer sein kann?

Was die erste Frage betrifft, dürfte es vor allem auf die Entwicklung der Löhne ankommen. Ob der Desinflationsprozeß hier eine dauerhafte Änderung gebracht hat, ist allein aufgrund des statistischen Materials schwer zu beurteilen, wengleich einige wenige Länder, etwa Japan und Deutschland, nunmehr bereits über einen längeren Zeitraum hinweg eine maßvolle Lohnentwicklung aufweisen. Da jedoch offenbar das Produktivitätswachstum für das gegenwärtige Konjunktur stadium nicht ungewöhnlich kräftig ist, sind fortgesetzte Bemühungen um einen mäßigen Anstieg der Nominallöhne das wichtigste Mittel, um die Lohnstückkosten im Griff zu behalten.

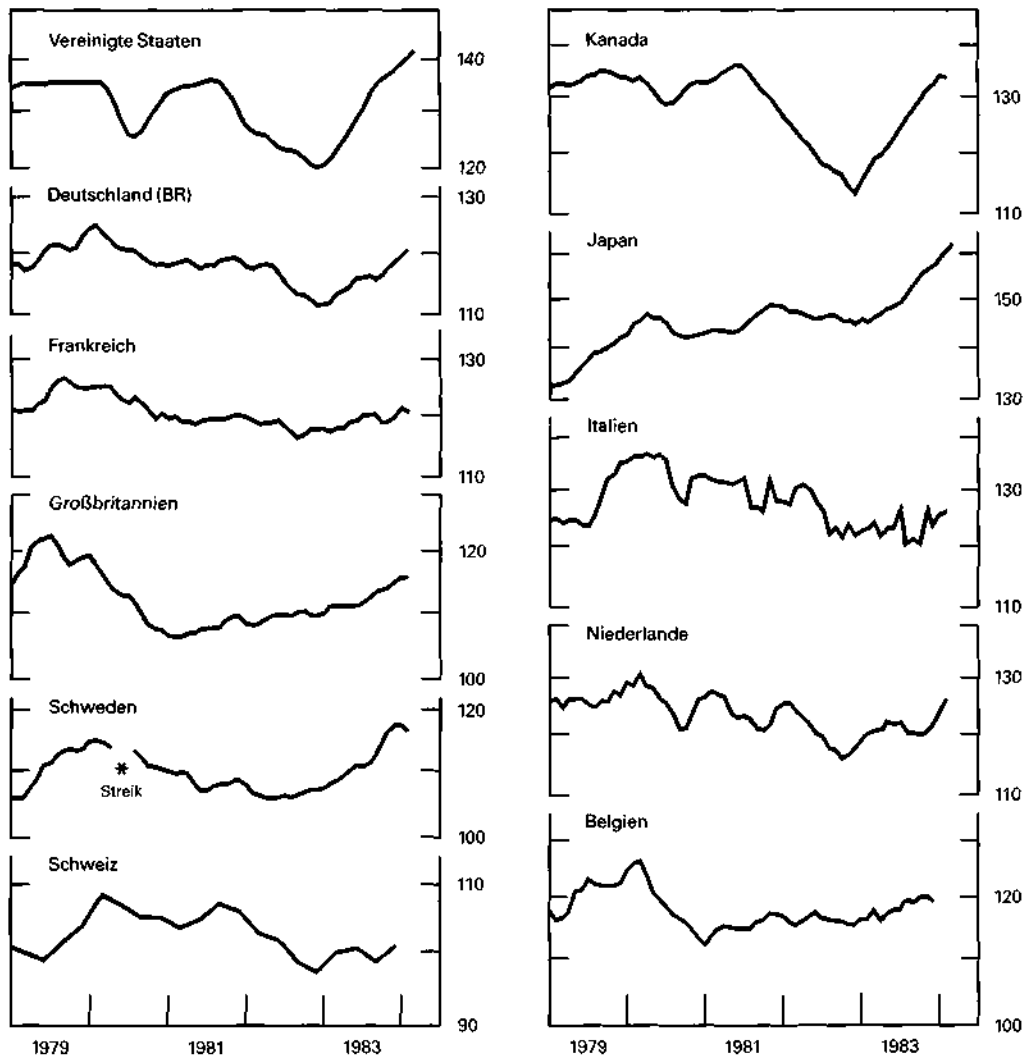
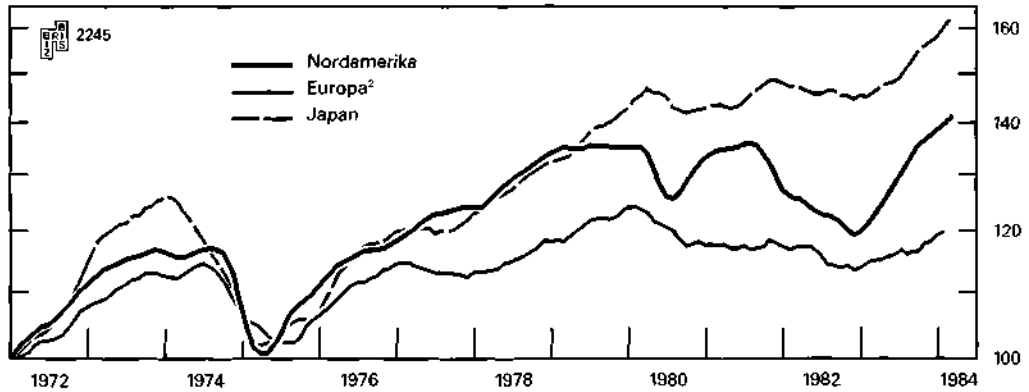
Die andere Gefahr droht der weltwirtschaftlichen Erholung vom finanzpolitischen Kurs in den USA, der in der gegenwärtigen Lage offensichtlich nicht mehr angemessen ist. Für die USA selbst ist die Notwendigkeit einer baldigen und substantiellen Verringerung des strukturellen Defizits des Staatshaushalts angesichts der unerwartet schnellen Fortschritte, die das Land in Richtung auf Vollbeschäftigung erzielt hat, in den Vordergrund gerückt. Wenn an dieser Situation nichts geändert wird, scheint ein anhaltender Konflikt zwischen der privaten und der öffentlichen Kreditnachfrage sowie ein damit einhergehender Zinsauftrieb mehr oder weniger unvermeidbar. Eine weitere Gefahr für ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum kann in einer weiteren Zunahme des Leistungsbilanzdefizits der USA liegen, die die Wechselkursinstabilität noch vergrößern würde.

Die Wirtschaftserholung: Nachfrage und Produktion

Das Bruttosozialprodukt der Länder der Zehnergruppe erhöhte sich im vergangenen Jahr real um etwa 2½%. Genauer wird die Stärke des Aufschwungs jedoch wohl durch den Anstieg der Produktion im vierten Quartal 1983 gegenüber dem vierten Quartal 1982 wiedergegeben, der durchschnittlich über 4% betragen haben dürfte.

Industrieproduktion¹

Dezember 1971 = 100



¹ Gleitende Dreimonatsdurchschnitte; die Indizes für Nordamerika und Europa wurden unter Verwendung der BSP-Gewichte von 1982 errechnet. ² Belgien, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz.

Dieser Durchschnittswert ist die höchste Gesamtwachstumsrate seit der Erholung von der durch den ersten Ölpreisschock ausgelösten Rezession in den Jahren 1975/76. Damals, als die konjunkturelle Erholung in Europa fast zeitgleich mit der in anderen Regionen verlief, war die Produktion im ersten Jahr des Aufschwungs – mit etwa 5½% Zunahme im zweiten Quartal 1976 gegenüber dem Vorjahresquartal – etwas schneller gewachsen. Bedeutsamer ist jedoch, daß sich der Wechsel von der Rezession zur Wirtschaftserholung diesmal viel länger hinzog als vor neun Jahren. Gemessen an der industriellen Erzeugung (s. nebenstehende Grafik) erreichte die Produktion der Zehnergruppenländer erst Ende letzten Jahres wieder das Niveau von fast vier Jahren zuvor, obwohl der Abschwung in die Rezession nach 1979 im Durchschnitt nicht so abrupt verlief.

Die Vorreiterrolle der Vereinigten Staaten. Die USA führten eindeutig die weltwirtschaftliche Erholung an. Mit einer Jahresrate von 6¼% während der ersten fünfzehn Monate seit Durchschreiten des Konjunkturtals lag das Produktionswachstum nur geringfügig niedriger als in vergleichbaren Stadien früherer Konjunkturzyklen. Gleichzeitig wirkte sich der Aufschwung in den USA stärker als sonst auf die übrigen Länder aus, was weitgehend mit dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zusammenhing, den die USA durch den Kursanstieg des Dollars seit 1980 erlitten haben.

Auf den ersten Blick mag man geneigt sein, die von dem zunehmenden Defizit des Bundeshaushalts ausgehende konjunkturanregende Wirkung als den für die wirtschaftliche Erholung maßgeblichen Einfluß anzusehen. Eine genauere Analyse legt jedoch den Schluß nahe, daß es sich hierbei zwar um einen wichtigen und möglicherweise entscheidenden, aber wohl nicht um den einzigen Bestimmungsfaktor handelte. Ohnehin war der finanzpolitische Kurs, wie im letztjährigen Bericht eingehender dargelegt, auch in einem anderen Sinn von Bedeutung. Es bestand nämlich die Erwartung, daß außergewöhnlich hohe Defizite lange und sogar über den üblichen Zeitraum antizyklischer Einflußnahme hinaus weiterbestehen würden. Dies wiederum dürfte vor dem Hintergrund einer auf graduelle Desinflation zielenden Geldpolitik die Phase sehr hoher Zinsen eingeleitet haben. Die frühen Auswirkungen dieses „policy mix“ könnten angesichts der Tatsache, daß das volle Ausmaß der vorgeschlagenen Steuersenkungen schrittweise über den Zeitraum 1981–83 verteilt wurde, sehr wohl die Rezession verschärft haben.

Im Sommer 1982 begann die amerikanische Notenbank angesichts der rasch fallenden Inflationsrate die Zinsen zu ermäßigen, und dieser Zinssenkungsprozeß hielt bis weit in das Jahr 1983 hinein an. Als dann schließlich die Erholung gegen Ende 1982 einsetzte, waren die Zinsen, vor allem real, noch immer vergleichsweise hoch, doch stellte sich heraus, daß sie den neuen Aufschwung nicht ernstlich behinderten. In der Tat nahmen die Investitionsausgaben der Unternehmen in den darauffolgenden vier Quartalen real um fast 13% und damit deutlich stärker zu als in früheren Konjunkturzyklen. Ohne Zweifel spielten die steuerlichen Erleichterungen bei den Anlageinvestitionen hier eine wichtige Rolle. Ferner wirkten sich bei den Wohnungsbauinvestitionen, die sowohl im vierten Quartal als auch im gesamten Jahr 1983 ihr Vorjahresniveau um annähernd 40% überschritten, die hohen Zinsen erst in jüngster Vergangenheit eindeutig als Hemmschuh aus.

Größere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten¹

	Jahr	Reales BSP	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Export	Import	Vorratsinvestitionen ²
			privat	öffent-lich	privat	ohne Woh-nungs-bau	Woh-nungs-bau				öffent-lich
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA	1980	- 0,3	0,5	2,2 ³	- 2,4	-20,3	.	8,8	- 0,2	- 0,8
	1981	2,6	2,7	0,8 ³	5,2	- 5,2	.	0,4	7,3	0,9
	1982	- 1,9	1,4	1,8 ³	- 4,7	-15,3	.	- 7,8	1,4	- 1,2
	1983	3,3	4,2	0,5 ³	1,4	39,4	.	- 5,8	7,2	0,5
	1983 IV	6,2	5,4	- 2,4 ³	12,6	37,4	.	3,0	21,4	2,1
Japan	1980	4,8	1,3	2,9	8,1	- 9,2	- 3,6	18,8	- 4,0	- 0,1
	1981	4,1	0,7	5,2	5,6	- 2,5	4,3	15,9	5,5	- 0,1
	1982	3,3	4,2	2,3	3,6	- 0,8	- 0,8	3,5	2,5	- 0,1
	1983	3,0	3,3	2,4	2,0	- 4,7	- 0,6	4,8	- 4,7	- 0,6
	1983 IV	3,6	2,3	2,8	4,0	- 8,0	- 2,9	12,2	3,7	0,0
Deutschland (BRI)	1980	1,9	1,4	2,6	3,5	3,3	1,8	5,6	3,9	- 0,6
	1981	- 0,3	- 1,2	1,5	- 2,8	- 4,5	- 8,7	8,7	1,3	- 1,2
	1982	- 1,1	- 2,2	- 1,0	- 4,4	- 4,2	- 9,3	3,7	0,8	0,3
	1983	1,3	1,0	- 0,2	4,8	4,7	- 8,3	- 0,9	0,8	0,7
	1983 IV	2,9	1,5	1,3		5,1 ⁴		2,7	7,3	1,9
Frankreich	1980	1,1	1,5	1,8	5,3	- 4,1	0,9	2,4	7,2	0,4
	1981	0,2	2,0	2,2	- 0,3	- 0,9	- 1,7	5,3	1,6	- 2,0
	1982	2,0	3,5	2,5	0,6	- 7,4	5,5	- 2,2	6,3	1,6
	1983	1,0	1,0	1,8	- 1,8	- 2,4	2,1	3,6	- 0,9	- 0,9
	1983 IV	0,7	0,7	1,3	1,3	- 3,2	- 3,8	4,2	0,8	- 0,7
Großbritannien ⁵	1980	- 2,6	- 0,5	1,5	- 3,0	-10,3	- 7,6	- 0,1	- 4,1	- 2,5
	1981	- 1,4	0,2	- 0,3	- 4,7	-17,4	-15,0	- 2,0	- 3,4	0,3
	1982	1,9	1,3	1,4	9,2	6,1	0,1	1,2	3,8	0,7
	1983	3,0	3,9	3,2	- 1,3	21,9	13,2	0,8	5,0	0,7
	1983 IV	3,2	3,1	2,9	- 0,7	20,1	12,1	3,9	10,8	1,7
Italien	1980	3,9	4,3	2,1		9,4 ⁴		- 4,3	8,3	2,1
	1981	0,2	0,5	3,3		0,6 ⁴		5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,4	0,5	2,4		- 5,3 ⁴		0,8	2,1	0,0
	1983	- 1,2	- 0,5	2,8		- 5,3 ⁴		3,8	0,8	- 1,2
	1983 IV	1,2	0,4	0,4		- 2,1 ⁴		11,1	7,1	0,0
Kanada	1980	1,0	1,0	0,8	7,4	- 5,7	0,9	1,9	- 2,0	- 1,9
	1981	3,4	1,9	0,5	7,6	5,1	2,3	2,8	3,8	1,0
	1982	- 4,4	- 2,1	0,5	-11,2	-23,1	3,3	- 1,6	-11,3	- 2,8
	1983	3,0	3,0	0,3	-12,2	27,5	2,9	6,5	8,7	2,4
	1983 IV	7,5	4,5	1,8	- 8,3	15,9	3,6	21,8	21,4	4,4
Zehnergruppe ⁶	1980	1,1	1,0	2,2		- 1,3 ⁴		5,6	1,3	- 0,5
	1981	1,8	1,4	1,4		0,8 ⁴		4,8	1,6	- 0,1
	1982	- 0,4	1,3	1,4		- 3,4 ⁴		- 0,3	1,5	- 0,4
	1983	2,5	2,9	1,1		3,1 ⁴		1,0	2,2	0,2
	1983 IV ⁷	4,5	3,7	- 0,4		7,7 ⁴		6,7	11,2	1,5

¹ Die Zahlen für 1983 und 1983 IV sind vorläufig. ² In Prozent des BSP des Vorjahres. ³ Einschl. öffentlicher Investitionen.
⁴ Anlageinvestitionen insgesamt. ⁵ Die BSP-Zahlen weisen Veränderungen des durchschnittlichen Schätzwertes aus.
⁶ Gewichte und Wechselkurse von 1982. ⁷ Nur sieben größte Länder.

Gleichzeitig waren die hohen Realzinsen ein wichtiger, wenn auch nicht der einzige Bestimmungsgrund für den Kursanstieg des Dollars, und der daraus resultierende Verlust an Wettbewerbsfähigkeit war mit ziemlicher Sicherheit eine wichtige Ursache für die beispiellose Verschlechterung des Außenhandelsaldos. Vor allem in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres schnellten die US-Importe in die

Höhe und lagen im vierten Quartal real um 21½% über ihrem Niveau zwölf Monate zuvor. Diese Zunahme war etwa zweimal so hoch wie das üblicherweise in dieser Konjunkturphase verzeichnete Importwachstum. Bei den Exporten zeichnete sich zwar gegen Jahresende (als bei den Importeinschränkungen der überschuldeten Entwicklungsländer das Schlimmste überstanden war) eine Erholung ab, doch für das gesamte Jahr wiesen sie erneut einen starken Rückgang auf.

Obwohl somit viel Nachfrage über den Außenhandelsaldo abfloß, war die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kräftig genug, um die Produktion nachhaltig anzuregen. Beispielsweise belief sich der Umschwung bei den Vorratsinvestitionen im vierten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum auf beträchtliche 2% des Bruttosozialprodukts. Es war jedoch der private Verbrauch, der sowohl über das gesamte Jahr gesehen als auch im vierten Quartal gegen Vorjahr den größeren Teil zur Beschleunigung der Inlandsnachfrage beitrug.

In diesem Bereich tritt der Einfluß des wachsenden Haushaltsdefizits – besonders der Steuersenkungen – deutlicher zum Vorschein. Aber auch hier scheinen, wie die Tabelle auf S. 15 nahelegt, andere Faktoren wirksam geworden zu sein. Da die Steuerzahlungen der privaten Haushalte 1982 und vor allem 1983 sehr viel schwächer stiegen als das Gesamteinkommen der Privaten, erhöhte sich das *verfügbare* Einkommen der privaten Haushalte stärker als das Realeinkommen vor Steuern. Überdies sank allerdings die Sparquote 1982 stark ab, möglicherweise als Reaktion auf die kräftig gefallene Inflationsrate. Dies ließ die Verbrauchsausgaben frühzeitig ein Niveau erklimmen, das allein durch das neue Steuerprogramm nicht hätte erreicht werden können. Zu bedenken ist auch, daß die „Aufteilung“ der Veränderung der Verbrauchereinkommen in eine preisliche und eine reale Komponente im letzten Jahr durch die Preiseffekte des steigenden Dollarkurses und die sinkenden Ölpreise günstig beeinflusst worden sein dürfte. Einer Schätzung zufolge könnte die Dollaraufwertung den Verbraucherpreisanstieg im Zeitraum 1981–83 jährlich um jeweils 1½ Prozentpunkte vermindert haben. Auch die ziemlich hohen Produktivitätsgewinne des vergangenen Jahres werden zu einer Eindämmung des Preisauftriebs und somit zu einem höheren Realeinkommen der Verbraucher beigetragen haben.

Zusammengefaßt läßt sich sagen, daß die direkten Auswirkungen des Budgets den Konjunkturaufschwung des Jahres 1983 in den USA nur zum Teil erklären. Dieses Fazit scheint durch die Tatsache erhärtet zu werden, daß, wie aus nebenstehender Tabelle ersichtlich, die direkten öffentlichen Ausgaben für Güter und Dienstleistungen bisher trotz der geplanten höheren Verteidigungsausgaben nur sehr zögernd expandierten. Letztere könnten sich freilich zunächst bis zu einem gewissen Grad in der Aufstockung der Lager niedergeschlagen haben. Hinzu kommt, daß die Zahlen der öffentlichen Konsumausgaben auch die außergewöhnlichen Zahlungen zur Unterstützung der Landwirtschaft im Winter 1982/83 enthalten.

Immerhin sind, was die übrigen Länder betrifft, diesmal von der konjunkturellen Erholung in den USA kurzfristig stärkere direkte Nachfrageimpulse ausgegangen als in vergleichbaren früheren Perioden. Andererseits haben die indirekten Einflüsse – namentlich die hohen Zinssätze und, damit zusammenhängend, einer behutsamen Geldpolitik, die auf die Wechselkursschwäche Rücksicht nehmen mußte – in

die entgegengesetzte Richtung gewirkt. Zudem treten die ungünstigen Nebenwirkungen der amerikanischen Wirtschaftspolitik mit den zu Jahresbeginn erneut gestiegenen US-Zinsen immer mehr in den Vordergrund.

Anzeichen einer Erholung in Europa und Japan. Gleichwohl kann verallgemeinernd gesagt werden, daß die übrigen Länder im vergangenen Jahr über den Außenhandelsaldo einen positiven Nachfrageeffekt spürten, während auf die USA das Umgekehrte zutraf. Der Kontrast kann noch stärker verdeutlicht werden: Während in den USA die Kontrolle des öffentlichen Haushalts zunehmend Sorge bereitet, bemühen sich die übrigen Länder insgesamt gesehen weiter darum, sowohl die öffentlichen Defizite als auch die unaufhaltsame Ausweitung des öffentlichen Sektors in den Griff zu bekommen.

Hinzu kommt, daß die einsetzende wirtschaftliche Erholung in vielen der übrigen Länder offenbar nicht nur die Ursache hatte, daß die von den USA ausgehenden konjunkturellen Impulse stärker waren als die herkömmlichen kurzfristigen Nachfrageeffekte weiterer Haushaltseinsparungen in den einzelnen Ländern. Vielmehr sind die Bewältigung der strukturellen Haushaltsprobleme und die Fortsetzung des Desinflationsprozesses als unabdingbare Voraussetzung für einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung anzusehen. Und in der Tat gab es im vergangenen Jahr Hinweise dafür, daß spontane Auftriebskräfte den Aufschwung begünstigten. In Großbritannien waren diese Kräfte vorherrschend und gingen der konjunkturellen Belebung in den USA eindeutig voraus.

Dies läßt sich zum einen daraus ersehen, daß ein größerer Teil der nominalen Nachfrageveränderung auf die reale Zunahme entfiel. Zum anderen zeigte es sich in der Entwicklung der privaten Ersparnis. In Kanada und Großbritannien war die Abnahme der Sparneigung besonders ausgeprägt; im Falle Großbritanniens war dies bereits 1981 und 1982 offenbar geworden. Die Sparquote in Großbritannien ist innerhalb von drei Jahren von einem Höchstwert von 14½% im Jahr 1980 auf rund 8½% im letzten Jahr gefallen.

Es kann wohl mit ziemlicher Sicherheit angenommen werden, daß die Abnahme der Sparquoten zumindest teilweise auf dem Rückgang der Inflation beruhte. Die Wirkungskräfte gingen wohl zumindest in zweifache Richtung. Zum einen bewirkte die rückläufige Inflation eine Verminderung der Realwertverluste bestimmter Finanzanlagen. Zum andern wird der damit einhergehende Rückgang der Nominalzinsen den Inhabern von Obligationen Kapitalgewinne gebracht haben. Hinzu kam, daß die Aktienmärkte im vergangenen Jahr relativ fest tendierten und somit die Kapitalgewinne der Wertpapierhalter noch höher ausfielen. Die Kursgewinne bei Aktien standen wohl zumindest teilweise in Zusammenhang mit Entwicklungen auf den Anleihenmärkten und möglicherweise auch mit einer allgemein wachsenden Zuversicht angesichts weiter rückläufiger Inflationsraten. Auch die eher besseren Beschäftigungsaussichten könnten das Vertrauen der Verbraucher zumindest in einigen Ländern gestärkt haben.

Das Zurückführen der wirtschaftlichen Erholung außerhalb der USA – wie bisher dargelegt – auf das Zusammenwirken äußerer Anstöße und autonomer binnenwirtschaftlicher Kräfte (die teilweise ihren Ursprung in der Desinflation haben)

Veränderung von Einkommen, Ausgaben und Ersparnis der Verbraucher
in ausgewählten Ländern

	Jahr	Veränderung des nominalen Bruttoeinkommens	Veränderung des nominalen verfügbaren Einkommens	Veränderung des Deflators des privaten Verbrauchs	Veränderung des realen verfügbaren Einkommens	Veränderung der Sparquote ¹	Veränderung der realen privaten Verbrauchsausgaben
		Veränderung im vierten Quartal gegen Vorjahr in Prozent					
USA	1981	11,1	11,1	7,5	3,4	1,5	1,7
	1982	4,6	5,1	4,9	0,2	- 2,1	2,5
	1983	7,7	8,8	3,4	5,2	0,0	5,4
Japan ²	1981	7,3	6,0	4,8	1,1	0,5	0,7
	1982	5,2	4,6	2,8	1,8	- 2,0	4,2
	1983	5,7	4,6	1,5	3,1	- 0,5	3,3
Deutschland (BR) ...	1981	5,1 ³	6,3	6,6	- 0,3	0,9	- 1,4
	1982	3,3 ³	1,0	4,8	- 3,6	- 1,1	- 2,5
	1983	5,3 ³	3,5	2,5	1,0	- 0,5	1,5
Frankreich	1981	17,7	17,4	13,1	3,6	1,0	2,5
	1982	11,5	10,8	8,7	1,9	- 0,8	3,3
	1983	9,2	9,8	9,6	0,2	- 0,2	0,7
Großbritannien	1981	8,2	7,3	11,2	- 3,5	- 3,7	0,7
	1982	7,7	7,2	6,8	0,4	- 2,6	3,4
	1983	7,8	8,1	4,9	3,1	- 0,1	3,1
Kanada	1981	17,4	16,5 ⁴	11,1	4,9	3,3	0,1
	1982	6,4	7,2 ⁴	10,2	- 2,7	- 0,5	- 1,3
	1983	6,6	5,6 ⁴	4,6	1,0	- 2,0	4,5

¹ In Prozentpunkten. ² Jahresdurchschnitte. ³ Nettofaktoreinkommen. ⁴ Einschl. Nettozinszahlungen.

stellt natürlich eine Verallgemeinerung dar. Zwischen den einzelnen Ländern waren erhebliche Unterschiede festzustellen.

Beispielsweise spielte der Außenbeitrag quantitativ eine unterschiedliche Rolle, je nachdem, wie hoch die Anteile der in die USA und in konkurrierende Märkte gehenden Exporte waren und wie sich Wechselkurse und Wettbewerbsfähigkeit entwickelten. So stiegen die Gesamtausfuhren Japans, für die die USA ein wichtiger Markt sind, in der zweiten Hälfte des letzten Jahres deutlich an und übertrafen im Schlußquartal ihr Vorjahresniveau real um mehr als 12%. Aus denselben Gründen erhöhten sich die kanadischen Exporte sogar noch stärker, nämlich um fast 22%. Allerdings stiegen dort die Einfuhren aufgrund des Hochschnellens der Inlandsnachfrage – insbesondere der Vorratsinvestitionen – ebenso rasch. In ähnlicher Weise verzeichneten Länder wie Frankreich, Schweden, Spanien und Belgien, deren Währungen in jüngster Zeit überdurchschnittlich im Kurs zurückgegangen waren, eine Zunahme ihrer Exporte bei gleichzeitiger Eindämmung der Importe, was fühlbar zum Wachstum des Sozialprodukts beitrug. Beispielsweise erhöhten sich die Exporte Schwedens im vergangenen Jahr real um nicht weniger als 11½%, während die Importe nur um 1½% zunahmen, und in Belgien belief sich die Veränderung des realen Außenbeitrags – weitgehend infolge rückläufiger Importe – auf fast 3% des Bruttosozialprodukts. In den Niederlanden trugen maßvolle Lohnabschlüsse über ihren Einfluß auf die Wettbewerbsfähigkeit zu einem qualitativ ähnlichen Ergebnis bei. Demgegenüber erhielten Deutschland, die Schweiz und Österreich von daher einen negativen konjunkturellen Impuls, jedenfalls wenn man das Jahr

insgesamt betrachtet. Zwar beschleunigte sich das Exportwachstum in diesen Ländern im Jahresverlauf spürbar, doch dürften in Deutschland aufgrund einer recht kräftigen Lageraufstockung auch die Importe im Jahresverlauf angezogen haben.

Auch die durch die Ausgabenneigung der Verbraucher implizit freigesetzten binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte variierten erheblich von Land zu Land. Großbritannien wurde bereits als außergewöhnlicher Fall erwähnt. Welcher Teil des Rückgangs der Sparquote auf die weitere Abschwächung der Inflation und welcher auf die völlige Aufhebung der Konsumentenkreditbeschränkungen im Jahr 1982 zurückzuführen war, kann jedoch nicht eindeutig gesagt werden. Jedenfalls beherrschten die privaten Verbrauchsausgaben im letzten Jahr die gesamtwirtschaftliche Nachfrageentwicklung. In Deutschland dürfte zudem das Freiwerden einiger festgelegter Sparguthaben im letzten Jahr einen eigenen Einfluß auf die Sparquote gehabt haben.

Auf der anderen Seite gab es mehrere europäische Länder mit nach wie vor verhältnismäßig hoher Inflation – beispielsweise Italien, Schweden, Belgien und Spanien –, wo der private Verbrauch die Nachfrage nur wenig oder überhaupt nicht stützte.

Auch hinsichtlich der kurzfristigen Anpassungen des finanzpolitischen Kurses gab es zwischen den Ländern außerhalb der USA im letzten Jahr Unterschiede, wenngleich längerfristig nach wie vor der allgemeine Trend in Richtung auf Haushaltseinsparungen geht. In der Tat unternahmen mehrere Länder, für die eine solche Politik sehr erwünscht ist, im letzten Jahr die bisher mutigsten Schritte in Richtung auf ein disziplinierteres Finanzgebaren. Bei einigen größeren Ländern konnte man hingegen 1983 vorübergehend nachlassende Bemühungen um die Wiederherstellung gesunder öffentlicher Finanzen feststellen. Der Hauptbeweggrund für die Lockerung der Haushaltssparmaßnahmen war wohl das Ausmaß der Rezession. Dies ist besonders deutlich im Fall Kanadas zu erkennen, das unter einem sehr ausgeprägten Wirtschaftsabschwung zu leiden hatte. Auch in Japan wurden einige kleinere Steuererleichterungen sowie Ausgabenprogramme verwirklicht – bei freilich insgesamt noch abnehmendem Defizit der öffentlichen Haushalte in Relation zum Bruttosozialprodukt. Eine ähnliche Entwicklung gab es in Deutschland, wo erneut der Weg befristeter steuerlicher Investitionsanreize beschritten wurde. Dies könnte, wie aus der Tabelle auf S. 12 ersichtlich ist, gemeinsam mit allgemeineren Bestrebungen zur Verbesserung der Ertragslage, die Unternehmen zu einer Erhöhung ihrer Investitionsausgaben bewogen haben, die im letzten Jahr recht kräftig gestiegen sind.

In Großbritannien überschritt die öffentliche Kreditaufnahme Ende 1982 und zu Beginn des Jahres 1983 zeitweise die Projektionen. Die direkten öffentlichen Verbrauchsausgaben stiegen im gesamten Jahr 1983 um 3¼% und die öffentlichen Investitionen um nicht weniger als 13%. In Schweden, Österreich, Griechenland und Norwegen wurde die Nachfrage – bei freilich häufig ungünstigen Rahmenbedingungen – in begrenztem Umfang gestützt. (In jüngster Zeit hielt man in Österreich eine Rückkehr zu haushaltspolitischen Einsparungen in gewissem Umfang für erforderlich.)

In Italien und Frankreich blieben trotz eines weiteren Anstiegs der Arbeitslosigkeit Sparmaßnahmen in gewissem Umfang notwendig. Bei den kleineren Ländern konnte man in den letzten ein bis zwei Jahren in Belgien, Irland, Dänemark und Spanien eine deutliche Wende in diese Richtung beobachten.

Was schließlich die Industrieländer als Ganzes anbelangt, so wirkte sich die Veränderung der Importnachfrage der Entwicklungsländer eher negativ auf die Nachfrage aus. Der Warenimport dieser Länder ging im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr real um 2½–3% zurück. Im Jahr 1983 lag dies vor allem an den geringeren Einfuhren der OPEC-Länder nach der Rücknahme der Ölpreise im März 1982 waren die Anpassungsmaßnahmen, zu denen sich die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer infolge der Schuldenkrise gezwungen sahen, dafür der Hauptgrund gewesen. Der Rückgang der Ölpreise im vergangenen Jahr (s. unten S. 20/21) war indes so stark ausgeprägt, daß die Industrieländer trotz einer gewissen Erholung der übrigen Rohstoffpreise eine eher stärkere Verbesserung ihrer Terms of trade als 1982 verzeichneten. Folglich trug das abgeschwächte Wachstum der Importpreise zweifellos etwas zum Anstieg der Realeinkommen der Verbraucher bei. Durch seinen Beitrag zur Senkung der gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate vergrößerte sich überdies auch der Spielraum für ein reales Wirtschaftswachstum innerhalb der durch den jeweiligen binnenwirtschaftlichen Kurs in den Industrieländern vorgegebenen finanziellen Grenzen.

Das Nettoergebnis all dieser Einflüsse ist am besten vielleicht aus der Grafik über die Industrieproduktion auf S. 10 ersichtlich. Sie macht deutlich, daß die Wirtschaftserholung zwar von Nordamerika angeführt wurde, es aber andere Länder wie beispielsweise Deutschland, Schweden und die Schweiz gab, wo sie fast zur selben Zeit begann. Ihr verhalteneres Tempo in einigen Ländern könnte zudem auf ein längeres Anhalten des Aufschwungs hindeuten. In Japan setzte die Erholung im zweiten Halbjahr ein, in einer Zeit, als auch Großbritannien eine leichte Beschleunigung seines behutsamen Aufstiegs aus der tiefen Rezession erlebte. In jüngster Vergangenheit scheint der Aufschwung Belgien, die Niederlande und auch Norwegen erfaßt zu haben. Bei Betrachten der Frühindikatoren finden sich auch Hinweise auf einen beginnenden, moderaten Aufschwung in mehreren anderen kleineren europäischen Volkswirtschaften und vielleicht in Italien.

Arbeitslosigkeit

Der Kontrast zwischen der Wirtschaftsentwicklung in den USA und der in den übrigen Ländern im vergangenen Jahr ist noch schärfer, wenn man die Arbeitsmärkte einbezieht. Nicht nur verzeichneten die USA als einziges Land einen – gemessen an den strengen Kriterien eines nachhaltigen Rückgangs der Arbeitslosigkeit – kräftigen konjunkturellen Aufschwung, sondern dieser Rückgang selbst war sogar gemessen an früheren, vergleichbaren Entwicklungen in den USA beträchtlich. Von Dezember 1982 bis Dezember 1983 sank die Arbeitslosenquote von 10,7 auf 8,2%, das sind nahezu 2½ Mio. Erwerbslose weniger. Bis zum März dieses Jahres verringerte sich die Quote weiter auf 7,8% der Erwerbsbevölkerung. Dies stellt die bei weitem schnellste konjunkturelle Abnahme der Arbeitslosigkeit seit dem Aufschwung nach der Rezession des Jahres 1949 dar. Zwar ist ein Teil dieses Rückgangs offenbar auf demografische Faktoren zurückzuführen, die das Wachstum der

Erwerbsbevölkerung beeinflussen. Der dominierende Faktor war jedoch eine Zunahme der zivilen Beschäftigung um 4% im Jahresverlauf. Da die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion während dieses Zeitraums den für das erste Jahr eines Konjunkturzyklus normalen Wert leicht unterschritt, dürfte das Produktivitätswachstum relativ gering gewesen sein.

Arbeitslosigkeit

	Jahresdurchschnitt						März 1984
	1974	1976	1979	1981	1982	1983	
	in Prozent der Erwerbsbevölkerung						
USA	5,6	7,7	5,9	7,6	9,7	9,6	7,8
Kanada	5,3	7,1	7,4	7,5	11,1	11,9	11,4
Japan	1,4	2,0	2,1	2,2	2,4	2,7	2,7
Deutschland (BR)	2,7	4,6	3,8	5,6	7,7	9,2	9,0
Frankreich	2,3	4,3	6,0	7,8	8,8	9,0	9,9
Großbritannien ¹	2,4	4,9	5,4	10,0	11,7	12,4	12,6
Italien	5,4	6,7	7,7	8,5	9,1	9,9	9,9 ²
Niederlande ³	3,3	5,5	5,1	9,0	12,6	17,1	18,0
Schweden	2,0	1,6	2,1	2,5	3,1	3,5	3,2
Belgien	2,6	5,7	7,1	9,4	10,9	12,2	12,3
Schweiz	0,0	0,7	0,3	0,2	0,4	0,9	1,1
Zehnergruppe insgesamt	3,8	5,5	5,0	6,6	8,1	8,5	7,9

¹ Neue Reihe ab Oktober 1979.

² Erste Januarwoche 1984.

³ Neue Reihe ab Januar 1983.

Der Teil der Abnahme der Arbeitslosigkeit, der das rechnerische Gegenstück zum langsamen Produktivitätswachstum darstellt, wird häufig auf eine größere Flexibilität der Reallöhne in den USA im Vergleich zu anderen Ländern und namentlich Europa zurückgeführt. Allerdings steht nicht so eindeutig fest, daß sich die Flexibilität der Reallöhne in den USA tatsächlich in den vergangenen Jahren erhöht hat. Wie dem auch sei, der letztjährige Rückgang der Arbeitslosigkeit in den USA war insgesamt gesehen zweifellos auch auf das Ausmaß der Wirtschaftsbelebung zurückzuführen.

Trotz der gegensätzlichen Entwicklung in den USA und den anderen Ländern gab es 1983 auch andernorts und vor allem in Europa eine Veränderung des Trends der Arbeitslosigkeit. Sie scheint dort im zweiten Quartal im Durchschnitt zumindest nicht mehr gestiegen zu sein; seither hat sie sich – wenngleich auf dem sehr hohen Stand von rund 10½% – im großen und ganzen stabilisiert. In Deutschland zeigte sich etwa ab der Jahresmitte ein zwar schwacher, aber eindeutiger Abwärtstrend, und in Belgien wurde eine leichte Abwärtsbewegung später im Jahr erkennbar. In Großbritannien hingegen leitete der in den ersten Monaten des Jahres verzeichnete willkommene Stillstand im Anstieg der Arbeitslosigkeit nicht wirklich in eine Abwärtsbewegung über. In Frankreich stieg die Arbeitslosenzahl weiter leicht an, während sich in den Niederlanden zwar der Aufwärtstrend abflachte, die

Arbeitslosigkeit aber weiter wuchs und frühere Nachkriegshöchststände weit hinter sich ließ.

In vielen europäischen Ländern wird das Beschäftigungsproblem durch demografische Faktoren verschärft, die das Arbeitskräftepotential tendenziell erhöhen. Auch die Erwerbsquoten steigen in Europa im Durchschnitt noch immer an. Fügt man als zusätzliche Faktoren die langsamere und verzögerte konjunkturelle Erholung und das langfristig tendenziell höhere Produktivitätswachstum (das vielleicht teilweise auf ein überzogenes Reallohniveau zurückzuführen ist) hinzu, dann überrascht es nicht, daß das Arbeitslosenproblem in Europa in scharfem Kontrast zu dem in den USA steht.

Preis- und Lohnentwicklung im Jahr 1983

Im ersten Halbjahr 1983 sorgte in den Ländern der Zehnergruppe das Zusammenwirken verschiedener günstiger Faktoren für eine Fortsetzung des Inflationsrückgangs. Die durchschnittliche Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs fiel von rund 5½% Ende 1982 auf etwa 4% Mitte 1983. Selbst am Jahresende lag die durchschnittliche Teuerungsrate trotz der einsetzenden Konjunkturerholung noch etwas niedriger als vor Jahresfrist.

In erster Linie verantwortlich für diese günstige Entwicklung war zweifellos die in den drei Jahren davor weithin entschlossen verfolgte Desinflationspolitik. Ihren wesentlichsten Niederschlag fand diese Politik in dem weiter gebremsten Anstieg der Nominallöhne. In den USA etwa waren die niedrigsten Nominallohnzuwächse seit Mitte der sechziger Jahre zu verzeichnen. Desgleichen waren in Ländern wie Japan, Deutschland, den Niederlanden und Belgien die Nominallohnerhöhungen der jüngsten Vergangenheit die niedrigsten seit fünfzehn bis zwanzig Jahren.

Entwicklung der Verbraucherpreise

	1976	1979	1980	1981	1982	1983		1984
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Juni	Dez.	März
	Veränderung gegen Vorjahr in Prozent							
USA	4,8	13,3	12,4	8,9	3,9	2,6	3,8	4,7
Japan	10,4	5,7	7,5	4,3	1,8	2,0	1,8	2,5
Deutschland (BR)	3,7	5,4	5,5	6,3	4,6	2,4	2,6	3,2
Niederlande	8,5	4,8	6,7	7,2	4,3	2,5	3,0	3,9
Belgien	7,6	5,1	7,6	8,1	8,1	7,3	7,2	7,1
Schweiz	1,3	5,2	4,4	6,6	5,5	2,8	2,1	3,4
Großbritannien	15,1	17,2	15,1	12,0	5,4	3,7	5,3	5,2
Italien	21,8	19,9	21,1	17,9	16,3	16,0	12,8	12,0
Schweden	9,5	9,8	14,1	9,2	9,6	8,8	9,2	9,0
Frankreich	9,9	11,8	13,7	13,9	9,7	8,8	9,3	8,6
Kanada	5,9	9,8	11,2	12,1	9,3	5,6	4,5	5,7
Gewogener Durchschnitt der Zehnergruppe*	7,7	11,3	11,4	9,1	5,2	4,0	4,5	5,0

* Zusammengewogen mit den Anteilen am BSP von 1982.

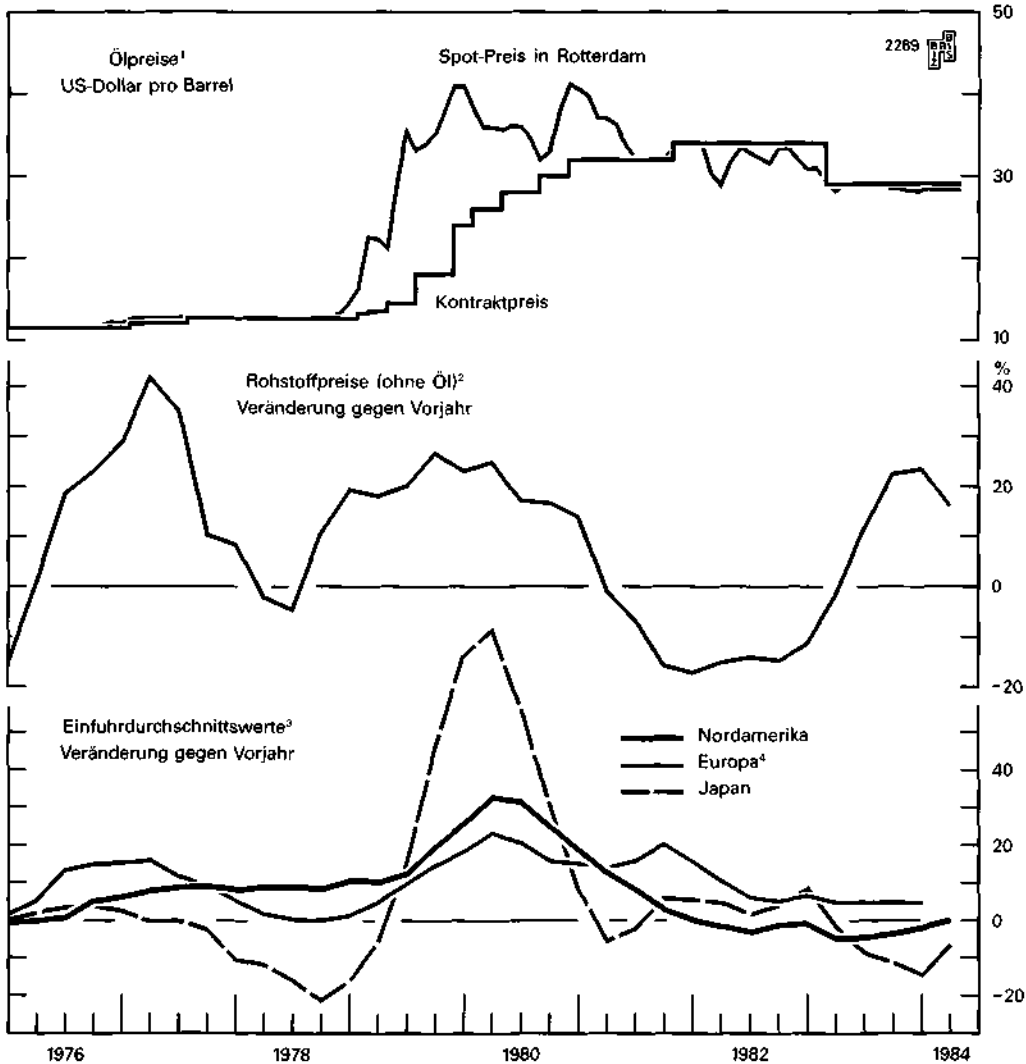
Wenn man die Produktivitätsgewinne hinzunimmt, die gewöhnlich in der frühen Phase der konjunkturellen Erholung anfallen, dann mußte sich diese günstige Nominallohnentwicklung besonders vorteilhaft auf die Lohnstückkosten auswirken. Und in der Tat gingen die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe in einigen Ländern entweder im Jahresdurchschnitt oder wenigstens zu einem bestimmten Zeitpunkt im Jahresverlauf tatsächlich zurück. Zu diesen Ländern gehörten die USA, Japan, Deutschland, Belgien, die Niederlande, Schweden und Österreich. In Kanada stiegen die Lohnstückkosten praktisch nicht mehr, und in Großbritannien setzte sich die kräftige Steigerung der Produktivität selbst angesichts einer relativ langsamen Erholung der Wirtschaftstätigkeit fort, obwohl die Nominallohnzuwächse nicht weiter zurückgingen.

Entwicklung der Nominallöhne

	Durchschnitt der Jahre 1965–72	Dezember gegen Vorjahr				
		1979	1980	1981	1982	1983
Prozent						
USA	6,0	8,0	8,8	7,3	5,0	4,3
Japan	13,3	5,6	5,3	5,5	4,9	3,6
Deutschland (BR)	8,3	4,8	7,5	5,1	3,9	3,1
Frankreich	9,6	13,8	15,4	16,4	12,6	9,8
Großbritannien	8,6	19,6	19,2	10,2	7,9	8,0
Italien	8,7	21,3	21,1	21,2	15,2	13,1
Kanada	7,6	9,3	11,7	12,7	9,1	4,9
Belgien	9,7	8,4	10,2	10,3	4,5	4,0
Niederlande	9,7	4,3	4,1	4,4	6,6	0,9
Schweden	9,6	8,4	11,9	6,8	6,9	7,8
Schweiz	6,3	3,1	6,4	6,1	5,7	3,1

Ohne Zweifel ermöglichten die geringeren Lohnkostensteigerungen den Unternehmen in vielen Ländern eine dringend notwendige Verbesserung ihrer Ertragsmargen. Gleichwohl können die günstige Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln und das Sinken der Ölpreise zumindest in den ersten Monaten des Jahres zu den Faktoren gerechnet werden, die zur weiteren Inflationsabschwächung beitrugen. Wie die Grafik auf S. 21 zeigt, zogen zwar die Rohstoffpreise (ohne Öl) im vergangenen Jahr eine Zeitlang ganz erheblich an, doch fiel für die Industrieländer der Gesamtkostenanstieg bei den Einfuhren zumeist bescheiden aus. In der Tat sanken im vergangenen Jahr, weitgehend wegen des starken Dollars, die Einfuhrpreise in Nordamerika, ebenso in Japan und in geringerem Ausmaß in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Auf der anderen Seite waren die Länder, deren Währungen sich überdurchschnittlich gegenüber dem Dollar abwerteten, beispielsweise Frankreich, Spanien und besonders Griechenland und Schweden, trotz des Ölpreisrückgangs einem weiteren Kostendruck von außen ausgesetzt.

Rohstoffpreise und Einfuhrdurchschnittswerte



¹ Rohöl „Saudi Arabian Light“. ² Economist-Index auf US-Dollar-Basis. ³ Die Indizes für Nordamerika und Europa wurden unter Verwendung der BSP-Gewichte von 1982 errechnet. ⁴ Belgien, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz.

Eine offensichtlich wichtige Frage ist, inwieweit die soeben beschriebene allgemein günstige kurzfristige Preis- und Kostenentwicklung einen Hinweis auf nachhaltige längerfristige Fortschritte im Kampf gegen die Inflation gibt. War das Geschehen vom letzten Jahr nur das Ergebnis eines zufälligen Zusammentreffens bestimmter Faktoren, das sich kaum längere Zeit aufrechterhalten läßt? Oder werden sich sogar einige oder alle Einzelfaktoren – wie etwa die weitere Verringerung der Nominallohnzuwächse im vergangenen Jahr – als nicht dauerhaft herausstellen?

Die Tragfähigkeit der Wirtschaftserholung: Löhne und Produktivität

Es können kaum Zweifel bestehen, daß das Ausbleiben einer Konsolidierung der bislang bei der Inflationsbekämpfung erzielten Fortschritte unter allen möglichen Problemen, die auftreten könnten, die Fortsetzung und Ausweitung des Wirtschaftsaufschwungs am meisten gefährden würde. Natürlich ist es denkbar, daß das Inflationsproblem aufgrund wirtschaftspolitischer Fehler zurückkehrt. Auf die Wirtschaftspolitik wird speziell weiter unten eingegangen. Fürs erste ist es zweckmäßig, innerhalb des Ansatzes des vor über drei Jahren begonnenen Desinflationsprozesses zu bleiben. Das wesentliche Ziel dieses Prozesses, der sich zunächst als sehr schmerzhaft erwies, war es, die inflationären Tendenzen dauerhaft zu reduzieren. Damit war die Hoffnung verbunden, daß eine solche Entwicklung ihrerseits mit einem rascheren Produktivitätswachstum, einer günstigeren Reallohnentwicklung und einer entsprechenden Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen einherginge. Dies wiederum wurde als Voraussetzung für die Einleitung und nachfolgende Aufrechterhaltung eines dauerhafteren und kräftigeren Wirtschaftswachstums angesehen. Im folgenden wird auf die Entwicklung der Nominallöhne, der Produktivität und der Reallöhne jeweils für sich eingegangen.

Nominallöhne. Der Arbeitsmarkt ist der Ort, wo man als erstes nach Anzeichen längerfristiger Veränderungen Ausschau halten könnte, seien sie nun freiwillig in die Wege geleitet oder durch die Hinnahme staatlich verfügbarer Leitlinien der einen oder anderen Art. Welcher Weg auch immer beschritten wurde, man kann wohl mit Recht davon ausgehen, daß, je länger die Phase maßvollere Lohnerhöhungen andauert, die Wahrscheinlichkeit einer Fortsetzung dieser Entwicklung um so größer wird. So gesehen hebt sich in der Tabelle auf S. 20 eine Ländergruppe deutlich von den übrigen ab: Japan, Deutschland, die Niederlande und die Schweiz. In Japan waren die Lohnzuwächse recht bald nach den ausgeprägten Inflationserfahrungen des ersten Ölshocks vermindert worden, und während des zweiten Ölpreisschubs war nicht einmal vorübergehend eine erneute Beschleunigung zu verzeichnen. Die deutsche Erfahrung ist ebenfalls augenfällig. Zwar gab es offenbar während des zweiten großen Ölpreisanstiegs eine geringe neuerliche Beschleunigung der Lohnsteigerungen, doch kann man jetzt deutlich sehen, daß der Trend der durchschnittlichen Nominallohnentwicklung seit dem kräftigen Lohnschub des Jahres 1969 trotz zweier großer außenwirtschaftlicher Preisschocks eindeutig abwärts gerichtet ist.

Unter Einbeziehung der Schweiz läßt sich überdies sagen, daß in keinem der drei Länder die Arbeitslosigkeit außergewöhnlich hoch war. In der Tat wurden in Japan und in der Schweiz maßvolle Lohnerhöhungen bei niedrigen Arbeitslosenquoten vereinbart. Und selbst in Deutschland nahm die Arbeitslosigkeit zwar ernste Ausmaße an, lag jedoch kaum über dem Durchschnitt. Dasselbe kann freilich von den Niederlanden nicht behauptet werden, wo die Arbeitslosigkeit von allen Ländern der Zehnergruppe am größten ist. Hier griff, anders als in den übrigen drei Ländern, der Staat auch direkter in den Lohn- und Preisfindungsmechanismus ein. Es gab Preiskontrollen, und die Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst standen unter starkem Druck. Mit dem Zustandekommen einer Einigung zwischen dem Gewerkschaftsbund und den industriellen Arbeitgebern im November 1982 konnte

die Regierung im vergangenen Jahr jedoch ihre eigene direkte Rolle bei der Begrenzung der Lohnsteigerungen im privaten Sektor abbauen.

Was die USA anbelangt, die eher eine Klasse für sich bilden, so läßt die Tabelle auf den ersten Blick keine außergewöhnliche Entwicklung erkennen. Die jährlichen Nominallohnzuwächse schwankten sehr viel weniger als andernorts; von Mitte der sechziger bis gegen Ende der siebziger Jahre zeigten sie einen leicht steigenden Trend und gingen nach Erreichen eines oberen Wendepunkts im Jahr 1980 stetig bis auf unter 5% im vergangenen Jahr zurück. In dieser relativen Stabilität spiegelt sich die in den USA übliche Praxis, Tarifverträge über mehrere Jahre hinweg abzuschließen, ebenso wie die daraus folgende ungewöhnlich große Flexibilität der Reallöhne trotz äußerer und sonstiger Preisschocks.

Die Abschwächung des US-Lohnanstiegs vollzog sich im Umfeld einer tiefen Rezession und einer nach 1980 durch den steigenden Dollarkurs – wenn auch nur vorübergehend – günstig beeinflussten Verbraucherpreisentwicklung. Andererseits handelt es sich hierbei auch um die Abschwächung eines zuvor relativ stabilen Aufwärtstrends während einer langen Zeit zunehmender Inflation. So gesehen sind die Ergebnisse in den USA recht eindrucksvoll, zumal sich das absolute Niveau des Lohnanstiegs darüber hinaus im vergangenen Jahr erheblich zurückgebildet hat. Der weitere Rückgang vom vergangenen Jahr wurde zudem vor dem Hintergrund einer kräftigen Belebung der Wirtschaftsaktivität und ohne staatliches Eingreifen in den Lohnfindungsprozeß erzielt. Schließlich gab es zumindest eine Zeitlang Hinweise auf ein ungewöhnlich moderates Lohnverhalten, wobei sogar von Lohnkürzungen und der Aufhebung bereits vereinbarter Erhöhungen die Rede war.

Unter Abwägung all dieser Argumente, die natürlich den künftigen wirtschaftspolitischen Kurs außer Betracht lassen, können die USA zusammenfassend als ein später Ankömmling in der oben erörterten Ländergruppe mit niedrigen Lohnzuwächsen angesehen werden. Dieser Umstand läßt es noch vordringlicher erscheinen, daß die Wirtschaftspolitik nichts unternehmen sollte, was diese Erfolge im Kampf gegen die Inflation gefährden könnte.

Bei einigen der anderen größeren Länder ist das Ergebnis weniger eindeutig. Das gute Abschneiden Kanadas im letzten Jahr wurde erst nach einer sehr tiefen Rezession im Jahr 1982 und beträchtlichem Druck auf die Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor erreicht. Das Geschehen in Großbritannien ist schwieriger zu bewerten. Die Wirtschaftspolitik steuerte einen entschlossenen Antiinflationkurs, ohne sich auf einkommenspolitische Maßnahmen zu stützen. Gleichzeitig sanken die Lohnzuwächse auf ein Niveau, das es seit den Jahren 1966/67, als für eine Zeit eine Einkommenspolitik in Kraft war, nicht mehr gegeben hatte, und die Produktivitätsgewinne waren gemessen am Produktionswachstum beachtlich hoch. Dem standen jedoch im letzten Jahr offenbar keine weiteren Fortschritte bei den Unternehmensgewinnen gegenüber, was vielleicht insofern enttäuschend war, als sich bei der Arbeitslosigkeit kein nachhaltiger Abwärtstrend abzuzeichnen begann.

Das Geschehen in Frankreich und Italien erklärt sich teilweise daraus, daß in diesen Ländern die Desinflation später als in den meisten anderen größeren Ländern

einsetzte. Der Lohnanstieg hat sich zwar bis zum letzten Jahr erheblich abgeschwächt, blieb aber nach wie vor unvereinbar mit einer annehmbaren Preissteigerungsrate. In Italien jedoch versucht die Regierung mit Entschlossenheit, weitere Änderungen der „scala mobile“ durchzusetzen. In Frankreich umfaßte die Wirtschaftspolitik Preiskontrollen, die Abschaffung der Lohnindexierung und Begrenzungen oder Leitlinien für Lohnsteigerungen im öffentlichen wie im privaten Sektor. In beiden Ländern müssen diese Vorgänge jedoch vor dem Hintergrund anhaltender Rezession gesehen werden.

In Belgien gingen ernste Wirtschaftsprobleme allgemeiner Art mit einem gewissen Erfolg der Regierung in ihren vielfältigen Bemühungen zur Durchsetzung preis- und einkommensbegrenzender Maßnahmen auf freiwilliger oder notfalls gesetzlicher Basis einher. In ähnlicher Weise gelang es Dänemark, den Lohnanstieg durch ein befristetes Einfrieren der Löhne und Gewinnspannen in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres auf ein Maß zu beschränken, wie man es nach 1965 nicht mehr erlebt hatte. Auch dort wiederum gelang dies nur vor dem Hintergrund einer Wirtschaftskrise und eines weiteren Anstiegs der Arbeitslosigkeit. Schweden sah sich ebenfalls einer schwierigen Situation gegenüber, als es versuchte, den Anstieg der Löhne bei gleichzeitig anhaltendem Preisauftrieb und einem ungewöhnlich kräftigen Gewinnanstieg, der teilweise auf die Kursverluste der Krone zurückzuführen war, zu begrenzen. Im April dieses Jahres verfügte die Regierung einen Preisstopp, um die Rahmenbedingungen für den erneuten Versuch einer Verringerung des Lohnkostenanstiegs zu schaffen.

Produktivitätswachstum. Das Lohnkostenproblem stellt sich, jedenfalls in der Theorie, nicht nur im Hinblick auf die Nominallöhne. Denn bei jeder beliebigen Nominallohnsteigerung wird der Anstieg der Arbeitskosten um so kleiner ausfallen, je größer der Zuwachs des Produktionsergebnisses je Beschäftigten ist. Es ist sicher richtig, daß die Möglichkeiten einer Eindämmung des Anstiegs der Lohnstückkosten von dieser Seite her eher begrenzt sind. Da jedoch die Wirtschaftspolitiker vieler Länder zunehmend nach Mitteln und Wegen suchen, die Angebotsbedingungen in ihren Volkswirtschaften zu verbessern, dürfte eine Untersuchung der jüngsten Produktivitätsentwicklung von Interesse sein.

Wie aus der nachfolgenden Tabelle hervorgeht, ist seit dem ersten Ölpreisschock der allgemeine Trend des Produktivitätswachstums überall schwächer als vorher. In Europa sank der Wachstumstrend der Produktivität in der Gesamtwirtschaft von jahresdurchschnittlich nahezu 4,5% im Zeitraum 1960–73 auf unter 2% jährlich in den Jahren 1974–82. In Nordamerika kam in derselben Zeit das Produktivitätswachstum praktisch zum Stillstand, während sich in Japan die zuvor verzeichnete Zuwachsrate um fast zwei Drittel verringerte.

Diese ungünstige Entwicklung trug bekanntlich maßgeblich zu der wiedererwachten Sorge über die Angebotsseite der Volkswirtschaft bei. Andererseits gab die im letzten Jahr einsetzende Erholung mehreren Ländern erstmals seit 1976 wieder Gelegenheit, die Produktivitätsentwicklung in der Aufschwungphase des Konjunkturzyklus zu beobachten, die gewöhnlich wegen des intensiveren Einsatzes der Beschäftigten durch überdurchschnittliche Produktivitätsgewinne gekennzeichnet ist.

Trends der Arbeitsproduktivität

	1960-73	1974-82	1978	1979	1980	1981	1982	1983 ¹	Nachrichtlich:	
									1976	Vorherige zwei Erholungsphasen ²
durchschnittliche jährliche Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts je Beschäftigten in Prozent										
USA	2,1	0,0	0,4	- 0,4	- 0,7	1,5	- 1,0	2,0	1,6	2,3
Kanada	2,7	0,2	0,6	- 0,8	- 1,7	0,8	- 1,2	2,3	3,6	4,1
Japan	8,4	3,0	3,8	3,8	3,8	3,2	2,1	1,3	4,4	10,0
Deutschland (BR)	4,3	2,2	2,8	2,6	0,9	0,5	0,7	3,0	6,3	5,2
Frankreich	4,9	2,3	3,5	3,4	1,0	1,1	2,0	1,6	4,5	5,3
Großbritannien ³	2,6	1,1	2,5	1,7	- 2,5	1,5	3,1	3,3	2,6	4,2
Italien	5,7	1,3	1,6	3,8	3,1	- 0,2	0,0	- 1,3	5,1	6,0
Belgien	4,2	2,2	3,0	0,8	2,7	1,0	2,0	1,5	6,5	5,2
Niederlande ⁴	4,1	1,3	1,5	0,7	- 1,4	0,5	0,9	2,8	5,1	5,6
Schweden	3,5	0,4	0,9	2,7	0,7	- 0,4	0,6	2,3	2,7 ⁵	4,0
Schweiz	3,1	0,9	- 0,2	1,7	2,7	0,2	- 0,6	1,0	1,9	3,8
Dänemark	3,1	1,7	1,2	- 0,8	- 0,3	2,8	2,9	1,8	4,0	5,3

¹ Vorläufige Schätzungen. ² Auf der Basis von Jahreswerten unter Verwendung der folgenden Jahre als Erholungsphasen: 1968 und 1971 für die USA und Kanada; 1969 und 1972 für Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien und Dänemark; 1968 und 1973 für Großbritannien und die Niederlande; 1970 und 1973 für Schweden und die Schweiz. ³ Auf der Basis von Produktionswerten. ⁴ Auf der Basis geschätzter Beschäftigtenzahlen. ⁵ 1979.

Quellen: OECD Historical Statistics und Angaben der einzelnen Länder zur gesamtwirtschaftlichen Produktion und Beschäftigung.

Schließlich erwiesen sich dann jedoch die Produktivitätssteigerungen im letzten Jahr als wenig spektakulär. In den USA stieg die gesamtwirtschaftliche Produktivität, wie bereits in Zusammenhang mit der Erörterung der Arbeitslosigkeit erwähnt, für das Jahr insgesamt um 2% und im vierten Quartal gegen Vorjahr um etwas mehr als 2,5%. Die zuletzt genannte Zahl ist vielleicht insofern bedeutsamer, als zu dieser Zeit die Dynamik des Aufschwungs – etwas über 6% gemessen am Bruttosozialprodukt – sichtbarer wurde. Somit lag das letztjährige Produktivitätswachstum weit unter dem, das im ersten Jahr der Erholung nach dem ersten Ölpreisschock verzeichnet wurde (4%), und nur geringfügig über dem Durchschnitt der Jahre 1960-73. Im Fall Kanadas dürfte der langfristige Zeitvergleich eher etwas ungünstiger ausfallen.

Bei anderen Ländern können aus dem direkten Vergleich der kurzfristigen Produktivitätsergebnisse weniger eindeutige Folgerungen gezogen werden, da dort die Erholung entweder langsamer voranschreitet, später begann oder in einigen wenigen Fällen überhaupt noch nicht spürbar ist. Gleichwohl läßt sich für Deutschland und Japan – wo ein merklicher Wiederanstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung zu verzeichnen war – sagen, daß das Produktivitätswachstum im Jahr 1983 mit 3 bzw. 1¼% gegenüber früheren Werten zurückfiel (das gilt besonders für Japan).

Nur in Großbritannien scheint es seit nunmehr zwei bis drei Jahren eindeutige Produktivitätsfortschritte zu geben. Trotz einer relativ bescheidenen Ausweitung der Produktion ist die Arbeitsproduktivität in der Wirtschaft seit 1981 jährlich um

mehr als 3% gestiegen. Auch nach Abzug eines „Bonus“ für zusätzliches Produktions- und Produktivitätswachstum aufgrund der weiter steigenden Nordseeölförderung dürfte damit wieder ein Ergebnis erreicht worden sein, das mit dem in der Zeit vor den großen Ölpreiserhöhungen vergleichbar ist, wenn nicht sogar darüber liegt. Für kein anderes Industrieland kann eine solche Feststellung getroffen werden. Es sieht so aus, daß die schwierigen finanziellen Probleme der Unternehmen in den Jahren davor in ungewöhnlichem Maße effizienzsteigernde Maßnahmen hervorriefen – vermutlich in der Form veränderter Arbeitstechniken wie auch der Erneuerung von Betriebsanlagen.

Andernorts waren demgegenüber die im letzten Jahr verzeichneten Produktivitätsfortschritte allgemein gering. Eine gewisse, aber nicht allzu starke Beschleunigung gab es in den Niederlanden. In Italien und Frankreich beeinflusste die anhaltende Rezession zwangsläufig die Ergebnisse. Nachdem die Produktivität in Italien 1981 und 1982 immerhin stagniert hatte, nahm sie im vergangenen Jahr ab, so daß 1983 in dieser Hinsicht (1975 ausgenommen) das schlechteste Ergebnis seit Mitte der sechziger Jahre aufwies.

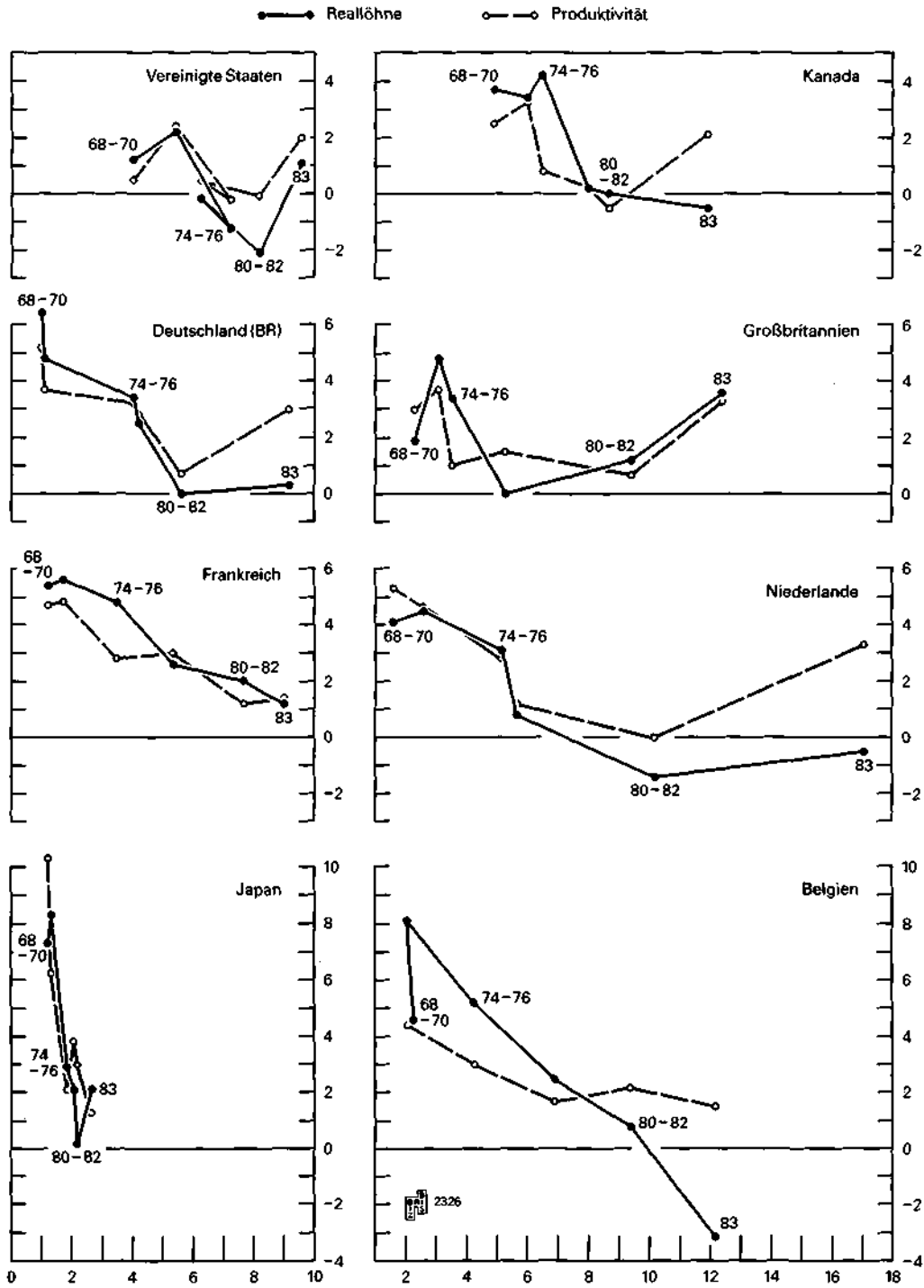
Als Fazit dieses Überblicks über die neueste Produktivitätsentwicklung läßt sich sagen, daß sehr maßvolle Nominallohnforderungen nötig sein werden, wenn die Inflation während des Aufschwungs unter Kontrolle bleiben soll. Zwar steht mehreren Ländern ein deutlicher Produktionsschub erst noch bevor, so daß sie möglicherweise noch einen Produktivitätsbonus ernten können. Die Fakten in den Ländern, deren Aufschwung bereits kräftig ist, stützen indes dieses Argument kaum. Jedenfalls dürften die schwerwiegenden finanziellen Belastungen des Unternehmenssektors in den letzten Jahren einer Hortung von Arbeitskräften in der Rezession kaum förderlich gewesen sein.

Reallöhne. Die vorstehenden Ausführungen über Preise, Nominallöhne und Produktivität können zusammengefaßt werden, um Aussagen über die Entwicklung der Reallöhne und damit in etwa auch der Gewinnquote zu erhalten. Letztere ist eindeutig von eigener, zusätzlicher Bedeutung für die Tragfähigkeit der konjunkturellen Erholung. Die nachfolgende Grafik zeigt Veränderungen im Dreijahresdurchschnitt eines Index der Reallöhne (Löhne und Gehälter im verarbeitenden Gewerbe, bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise) ab dem Zeitraum 1968–70, wobei der letzte Punkt allein das Jahr 1983 darstellt. Die Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Produktivität sind in ähnlicher Weise gezeichnet, und beide Entwicklungen sind in Beziehung zur Arbeitslosenquote gesetzt.

Als erstes zeigt die Grafik, daß die bereits erwähnte Abschwächung des Nominallohnanstiegs – in unterschiedlichem Ausmaß – mit abnehmenden Reallohnzuwächsen einherging. In der Tat gab es in mehreren Ländern in den letzten Jahren effektive Reallohnrückgänge. So gesehen sollte der maßvolleren Lohnentwicklung vielleicht noch mehr Bedeutung beigemessen werden, auch wenn sie von hoher und steigender Arbeitslosigkeit begleitet war.

Einen der Extremfälle bildet wiederum Japan, wo die Reallohnsteigerungen, die zuvor bei nicht weniger als 10% jährlich gelegen hatten, im Zeitraum 1980–82 nahezu auf Null sanken – und dies angesichts eines nur geringfügigen Anstiegs der

Reallöhne, Produktivität und Arbeitslosigkeit*



*Die Grafik zeigt Prozentveränderungen der Reallöhne (d.h. Effektivverdienste oder Tariflöhne im verarbeitenden Gewerbe bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise) und des Produktionsergebnisses je Beschäftigten in der Gesamtwirtschaft. Diese Veränderungen sind als Durchschnitte von Dreijahresperioden (beginnend mit 1968-70 und endend mit 1980-82) errechnet und in Beziehung zu den entsprechenden Durchschnitten der Arbeitslosenquote gesetzt; die Werte für 1983 werden separat gezeigt.

registrierten Arbeitslosigkeit. Eine derart ausgeprägte Flexibilität der Reallöhne war natürlich in einer Zeit, in der das Produktivitätswachstum ebenfalls stark abnahm, in hohem Maße erforderlich.

Die Angaben für die USA belegen, daß die bekannte Flexibilität der Reallöhne in diesem Land, von der weiter oben auf S. 23 die Rede war, nicht allein auf die zögerliche Anpassung der Löhne an Preisveränderungen zurückzuführen ist. Die Reallohnkurve folgt somit auch hier den Produktivitätsveränderungen ziemlich dicht, und das Datenmaterial der jüngsten Vergangenheit deutet darauf hin, daß Spielraum für höhere Unternehmensgewinne geschaffen wurde.

Andernorts gab es in der Vergangenheit lange Phasen, in denen sich das Wachstum der realen Arbeitseinkommen nicht nach dem Produktivitätswachstum richtete, so daß sich ein Anpassungsbedarf aufstaute. Die neuesten Zahlen lassen indes vermuten, daß sich hier eine Änderung anbahnt. Bei einigen Ländern, beispielsweise Kanada, scheinen sich die Kurven von Produktivität und Reallöhnen in jüngerer Vergangenheit gekreuzt zu haben. In anderen wiederum liegt das Wachstum der Reallöhne nun bereits seit einiger Zeit unter dem der Produktivität. Ein Beispiel wäre hier Deutschland, ferner Großbritannien, Belgien und die Niederlande, wo der Anpassungsbedarf vielleicht größer war. Gerade in diesen Fällen läßt sich aber wegen des gleichzeitig sehr hohen Stands der Arbeitslosigkeit nur schwerlich mit Sicherheit sagen, ob schon eine grundlegende Anpassung stattgefunden hat, die auch bei einer anhaltenden, stärkeren Wirtschaftserholung von Dauer sein wird.

Da es somit unwahrscheinlich ist, daß sich der säkulare Trend des Produktivitätswachstums deutlich beschleunigt, spricht unter dem Blickwinkel sowohl der realen wie der nominalen Lohnentwicklung alles für die Notwendigkeit eines weiterhin maßvollen Lohnverhaltens. Zumindest in einem buchhalterischen Sinne entfällt auf die Nominallöhne der größere Teil der Gesamtkosten und der Preise. Soll die Eindämmung der Inflation – als unabdingbare Voraussetzung für einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung – verwirklicht werden, dann muß der Nominallohnanstieg auf die eine oder andere Weise niedrig gehalten werden. Desgleichen ist es wegen der Bedeutung höherer Investitionen zur Stützung des Konjunkturaufschwungs auch von der Angebotsseite her wichtig, daß die Reallohnentwicklung so ausfällt, daß die erforderliche Rentabilität gewährleistet ist.

Die Tragfähigkeit der Wirtschaftserholung: wirtschaftspolitische Gegensätze

Internationale Unterschiede in der Finanzpolitik. Eine zweite allgemeine Bedrohung für die Tragfähigkeit der derzeitigen Konjunkturerholung besteht im voraussichtlichen Fortdauern der gegenwärtigen Ungleichgewichte. Eine in höchstem Maße unausgewogene wirtschaftspolitische Lage in den USA erhöht zunächst dort die Inflationsgefahr. Darüber hinaus jedoch drohen die insbesondere im Fiskalbereich gegensätzlichen wirtschaftspolitischen Konzepte der USA und der übrigen Industrieländer unerträgliche Zahlungsbilanzrelationen zu schaffen. Sie lenken auch die Aufmerksamkeit von dem weit verbreiteten Ziel ab, im öffentlichen Sektor Einsparungen zu bewirken – einem wirtschaftspolitischen Ziel, das nur schrittweise und mittelfristig erreicht werden kann, dessen Beitrag zu einer dauerhaften Erho-

lung aber entscheidend ist. Diese Tatsache darf bei der Analyse kurzfristiger Veränderungen des finanzpolitischen Kurses nicht außer acht gelassen werden. D.h., daß es unter den gegenwärtigen Bedingungen sehr wahrscheinlich ist, daß eine Untersuchung der Finanzpolitik nach herkömmlichen Kriterien nicht alle deren Auswirkungen – selbst was die kurzfristigen Nachfrageeffekte angeht – wird ausmachen können.

Aus der nachstehenden Tabelle geht hervor, daß es sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich ist, allein anhand einer Untersuchung der Haushaltszahlen der jüngeren Vergangenheit eindeutige Unterschiede zwischen den finanzpolitischen Konzepten festzustellen. Wenn auch der öffentliche Gesamthaushalt in den USA in den vergangenen zwei Jahren in ein relativ hohes Defizit geraten ist, so hebt sich seine Struktur nicht sehr stark von denen der übrigen Industrieländer ab. In der Tat scheinen mehrere kleinere Länder in einer eindeutig schwierigeren Lage zu sein. Zudem trat im vergangenen Jahr nur eine geringfügige zusätzliche Verschlechterung ein, da der weitere Anstieg des Defizits des Bundeshaushalts weitgehend durch eine Zunahme des Überschusses der Bundesstaaten und der Gemeinden kompensiert wurde.

Ausgaben der öffentlichen Haushalte und Budgetsalden¹

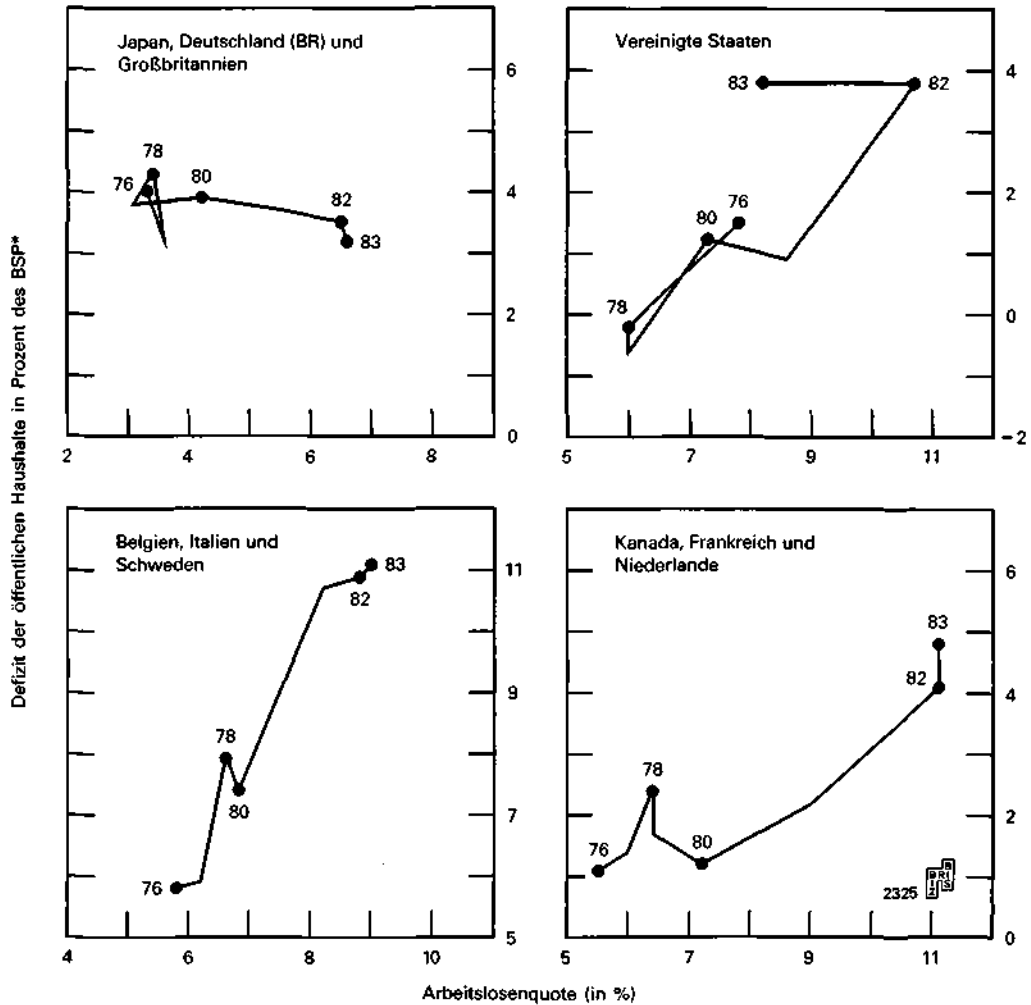
	Ausgaben der öffentlichen Haushalte					Budgetsaldo				
	1978/79	1980	1981	1982	1983 ²	1978/79	1980	1981	1982	1983 ²
	in Prozent des Bruttosozialprodukts									
USA	31,3	33,1	33,5	35,4	35,4	0,3	- 1,3	- 1,0	- 3,8	- 4,0
Japan ³	30,0	31,6	32,7	33,2	32,0	- 8,5	- 6,8	- 7,4	- 7,0	- 6,9
Deutschland (BR)	49,2	50,2	51,6	51,8	50,9	- 3,2	- 3,8	- 4,8	- 4,1	- 3,3
Frankreich	42,8	43,8	46,5	47,6	47,8	- 1,2	0,3	- 1,9	- 2,6	- 3,3
Großbritannien	42,1	44,2	45,3	45,6	45,8	- 3,7	- 3,5	- 2,8	- 2,0	- 3,2
Italien	45,6	46,3	51,7	55,2	57,6	- 9,6	- 8,0	-11,9	-12,7	-11,8
Kanada	39,4	40,4	41,1	45,6	45,9	- 2,4	- 2,5	- 1,1	- 5,3	- 5,8
Belgien	54,3	57,7	62,8	63,9	63,2	- 8,6	-11,7	-16,2	-15,5	-15,3
Niederlande	56,0	59,2	60,6	62,4	64,0	- 4,1	- 6,4	- 7,2	- 7,9	- 8,9
Schweden	60,6	62,3	65,5	67,8	68,1	- 1,8	- 3,7	- 4,9	- 6,4	- 5,1
Schweiz	27,0	26,6	25,7	26,5	26,8	- 0,5	- 0,4	- 0,2	- 0,7	- 1,3

¹ Auf der Basis von Quellen und Definitionen der jeweiligen Länder. ² Vorläufig. ³ Die Angaben über öffentliche Haushalte enthalten öffentliche Unternehmen.

Eine solche Auswertung der Zahlen auf den ersten Blick läßt freilich drei entscheidende Umstände außer acht. Erstens berücksichtigt sie nicht die Entwicklung der Wirtschaft. Zweitens kann sie nicht in Rechnung stellen, was die Regierungen für die Zukunft wirtschaftspolitisch planen oder beabsichtigen. Und schließlich läßt sie das wichtige Problem des zu großen Umfangs des öffentlichen Sektors zahlreicher Länder außer Betracht.

Die genaue Berechnung konjunkturbereinigter bzw. struktureller Haushaltsdefizite ist bekanntlich äußerst schwierig. Möglich ist es jedoch, durch ein einfaches Verfahren zumindest einen Eindruck von der relativen *Richtung* der jeweiligen

Haushaltsdefizite und Arbeitslosigkeit



* Gewogener Durchschnitt für die Ländergruppen, wobei die Gewichte dem Bruttosozialprodukt von 1982 entsprechen.

finanzpolitischen Änderungen zu erhalten. In der vorstehenden Grafik sind die jährlichen Kombinationen des Defizits der öffentlichen Haushalte und der Arbeitslosenquote am Jahresende jeweils für die USA und drei Ländergruppen aufgezeichnet. (Jahresendzahlen verwandt, um der bekannten Tatsache Rechnung zu tragen, daß Nachfrageveränderungen sich nur mit zeitlicher Verzögerung auf dem Arbeitsmarkt niederschlagen.) Die Jahrespunkte sind in chronologischer Reihenfolge miteinander verbunden.

Die Grafik ist qualitativ recht einfach zu deuten. Bewegungen nach Süden und/oder Osten, also nach unten und nach rechts, dürften unzweideutig eine restriktive Veränderung des finanzpolitischen Kurses anzeigen: Das Budgetdefizit wird selbst angesichts steigender Arbeitslosigkeit verringert oder gleich gehalten. Die inhärenten Auswirkungen zunehmender Arbeitslosigkeit in Form höherer Defi-

zite werden durch gezielt entgegengesetzte Maßnahmen zur Eindämmung oder Reduzierung der Deckungslücke überkompensiert. Ähnlich läßt eine Bewegung nach Nordwesten auf einen prozyklischen Kurs in Expansionsrichtung schließen, da das Haushaltsdefizit trotz sinkender Arbeitslosenquote weiter ausgeweitet wird.

Auf diese Weise analysiert, erscheint der finanzpolitische Kurs in einem ganz anderen Licht, als wenn man allein die Haushaltszahlen betrachtet. Wie der obere rechte Teil der Grafik zeigt, schlug der öffentliche Sektor in den USA im vergangenen Jahr einen eindeutig expansiven Kurs ein, da die Arbeitslosigkeit stark zurückging, die eingebauten Einspareffekte, die sich hieraus für den Haushalt ergaben, aber überkompensiert wurden. Interessant ist, daß die US-Haushaltspolitik dieser Analyse zufolge offenbar erst im vergangenen Jahr eine stark expansive Ausrichtung bekam. Im Jahr 1981 nahm das Defizit trotz erstmaliger Einführung angebotsseitiger Steuersenkungen geringfügig ab, obwohl die Arbeitslosigkeit im Steigen begriffen war. In bezug auf 1982, als sowohl das Defizit als auch die Arbeitslosigkeit stiegen, ist es hingegen ohne eingehendere Berechnungen nicht möglich zu sagen, ob die Ausweitung des Haushaltsdefizits mehr als konjunkturneutral war. Die Wahrscheinlichkeit spricht allerdings dafür und damit für die Einschätzung, daß die Finanzpolitik während der vergangenen zwei Jahre expansiv gewesen sein dürfte.

In scharfem Gegensatz hierzu ging die Bewegung in den übrigen Industrieländern im Durchschnitt genau in die umgekehrte Richtung. In drei der größeren Länder, Japan, Deutschland und Großbritannien, die rund 60% des Sozialprodukts der Zehnergruppe (ohne USA) auf sich vereinigen, sind über mehrere Jahre hinweg Haushaltseinsparungen auch bei steigender Arbeitslosigkeit vorgenommen worden. Es ist richtig, wie bereits oben bei der Erörterung der nachfragewirksamen Einflüsse erwähnt, daß die in Großbritannien in dieser Richtung erzielten Fortschritte im vergangenen Jahr vorübergehend zum Stillstand gekommen sind. Gleichzeitig jedoch bewegte sich die Haushaltspolitik in mehreren anderen Ländern wie Italien, Belgien und Schweden in den vergangenen zwei Jahren in eine eher restriktive Richtung.

Als Fazit läßt sich feststellen, daß die Finanzpolitik in den Ländern außerhalb der USA – auch wenn man Gegenbeispiele wie Kanada berücksichtigt – in ihrer Grundtendenz im herkömmlichen Sinn restriktiver geworden ist.

Dies vorausgeschickt, sollte jedoch auf einen wichtigen weiteren Aspekt eingegangen werden. Die Haushaltseinsparungen waren natürlich ein wesentlicher Bestandteil des von den Industrieländern generell nach der zweiten großen Ölpreiserhöhung eingeleiteten Desinflationsprozesses. Eine erfolgreiche Inflationseindämmung zieht nun aber – wie bereits festgestellt – offenbar sogar in relativ kurzer Zeit höhere private Verbrauchsausgaben nach sich, eine Folge des Anstiegs der real verfügbaren Einkommen, mitunter aber auch einer geringeren privaten Sparneigung. Da sie ferner niedrigere Zinsen und vielleicht eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel zur Folge hat, kann der Nachfrage auch von der Seite der Investitionen und des Exports eine Stütze erwachsen. Nachfragereaktionen dieser Art werden die kurzfristigen kontraktiven Auswirkungen einer restriktiveren Finanzpolitik tendenziell ausgleichen und damit helfen, die zeitliche Lücke zwischen der haushaltspolitischen Einleitung langfristig angelegter struktureller Veränderungen und

dem Einsetzen ihrer positiven Wirkungen zu überbrücken. Auf der anderen Seite spiegelt der Indikator der Arbeitslosigkeit in dem in der Grafik dargestellten Zusammenhang, überspitzt formuliert, den Nettoeffekt sämtlicher nachfragewirksamer (und sonstiger) Einflüsse wider. Somit legt die Tatsache, daß die Linie für Japan, Deutschland und Großbritannien stark ostwärts tendiert, den Schluß nahe, daß die durchschnittliche Entwicklung hin zu finanzpolitischer Restriktion in diesen Ländern – was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage angeht – bisher noch nicht in vollem Umfang durch die positiven Ausgabeneffekte der Desinflation kompensiert worden ist. Man muß jedoch sehen, daß es sich bei dieser Anpassung um einen mittelfristigen Prozeß handelt, der eine Umverteilung der Ressourcen in effizientere Verwendungen im Umfeld größerer Preisstabilität zum Inhalt hat.

Die eingebauten Ausgabeneffekte einer erfolgreichen Desinflation finden gewöhnlich in der herkömmlichen Berechnung konjunkturbereinigter Haushaltspositionen keine Berücksichtigung. Dies gilt auch, wie oben bereits angemerkt, für die Bewegung der Wechselkurse, die in jüngster Vergangenheit erhebliche Bedeutung erlangt hat. Ein wie großer Teil der massiven Aufwertung des Dollars während der vergangenen drei Jahre allein auf die unterschiedliche Ausrichtung der Geld- und Finanzpolitik in den USA und den übrigen Ländern zurückzuführen ist, kann wohl kaum genau quantifiziert werden. Immerhin hat die Höherbewertung des Dollars – bis jetzt – wohl auch geholfen, die sich aus internationalen Unterschieden in den wirtschaftspolitischen Strategien potentiell ergebenden Nachfrageeffekte abzumildern. Die Einbußen der USA an preislicher Wettbewerbsfähigkeit bedeuteten für die übrige Welt einen „Gewinn“, ohne den die Budgeteinsparungen in anderen Ländern auf kurze Sicht womöglich von noch höherer Arbeitslosigkeit begleitet gewesen wären.

An dieser Stelle wird nun die bereits getroffene Unterscheidung zwischen kurzfristigen und langfristigen Auswirkungen einer unterschiedlichen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik bedeutsam. Denn wenn auch unterschiedliche wirtschaftspolitische Konzepte, eine Zeitlang jedenfalls, in mancher Hinsicht relativ günstige Auswirkungen hatten, so könnten diese sich über einen längeren Zeitraum gesehen durchaus in ihr Gegenteil kehren.

So kann man der Ansicht sein, daß der wirtschaftspolitische Expansionskurs der USA im Frühstadium des Konjunkturaufschwungs nicht völlig unangemessen war. Er half, sowohl direkt als auch über den Anstieg des Dollars eine Lücke in der Weltnachfrage zu schließen, was anderen Ländern ermöglicht hat, erwünschte Korrekturen im öffentlichen Haushalt und in der Zahlungsbilanz voranzutreiben und die ersten Vorteile aus der Desinflation im Preis- und Nachfragebereich zu ziehen. Die angebotsseitige Ausrichtung des Steuerprogramms von 1981 und 1982 beginnt auch im Bereich der Unternehmensinvestitionen deutlich Früchte zu tragen. Die Senkung der Körperschaftsteuer und vor allem Abschreibungserleichterungen dürften zusammen im nächsten Jahr die Steuerlast der Unternehmen um schätzungsweise \$ 25 Mrd. verringern. Auf diese Weise haben Steueränderungen dazu beigetragen, den Ertrag aus Sachanlagen im Unternehmensbereich stark steigen zu lassen.

Doch der Umfang des US-Haushaltsdefizits und, noch wichtiger, die Erwartungen, daß seine strukturelle Komponente weiter zunehmen wird, haben bereits

negative Auswirkungen in Gestalt hoher Zinsen hervorgebracht. Es ist zudem zu befürchten, daß weitere Zinssteigerungen anstehen, wenn sich die Budgetlage nicht ändert.

Die Bedeutung der geplanten US-Haushaltsdefizite. Die nachfolgende Tabelle gibt Aufschluß über die finanzpolitischen Pläne der US-Administration und über deren Annahmen bezüglich der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, wie sie in den wichtigsten Veröffentlichungen zum Budget Anfang dieses Jahres enthalten waren. Schon damals waren die meisten unbeteiligten Beobachter der Ansicht, daß ein solch mittelfristiger Voranschlag von Haushaltsdefiziten, wie es ihn bisher noch nie gegeben hatte, unvereinbar mit einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum sei. Vielfach war man auch der Ansicht, daß die Lage sich insofern schlechter als offiziell angenommen darstellen könnte, als etwa die Zinsen unter den gegebenen Bedingungen eher steigen statt, wie vorhergesagt, sinken könnten, so daß das Defizitproblem noch verschlimmert würde.

US-Bundshaushalt 1985: Offizielle Vorhersagen und Annahmen

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Veränderung im vierten Quartal gegen Vorjahr in Prozent:							
Reales BSP	6,1	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8
Verbraucherpreise	2,9	4,5	4,7	4,4	4,1	3,8	3,5
Arbeitslosenquote im vierten Quartal	8,4	7,7	7,5	7,2	6,5	5,8	5,7
Kurzfristiger Zinssatz ¹	8,6	8,5	7,7	7,1	6,2	5,5	5,0
Defizit des Bundeshaushalts ² in Milliarden US-Dollar ..	-195,4	-183,7	-180,4	-177,1	-180,5	-152,0	-123,4
in Prozent des BSP	6,0	5,2	4,6	4,2	3,9	3,1	2,3
durchschnittliches Defizit in Vierjahreszeiträumen in Prozent des BSP							
1959-62	1970-73	1975-78	1983-86 (veranschlagt)	Durchschnitt 1960-73			
1,1	1,4	2,9	5,0	1,0			

¹ Dreimonatsschatzwechsel, ² Gesamthaushalt auf Finanzjahrbasis, ohne außerbudgetäre Posten.

Seither sind offenbar zwei Ereignisse eingetreten. Erstens hat die Administration die Notwendigkeit einer Modifizierung ihrer früheren Pläne selbst anerkannt, wobei sie allerdings noch zu einer Einigung mit dem Kongreß gelangen muß. Gleichzeitig jedoch dürfte der finanzpolitische Handlungsbedarf infolge der beispiellos schnellen Abnahme der Arbeitslosigkeit und angesichts eines im ersten Quartal dieses Jahres erneut mit einer Jahresrate von fast 9% gewachsenen Brutto-sozialprodukts dringlicher geworden sein.

Die Gefahren dieser Situation liegen auf der Hand und stehen in Wechselbeziehung zueinander. Es droht ein erneuter Zinsanstieg, auf den irgendwann eine konjunkturelle Überhitzung folgt. Beide Entwicklungen könnten durch ein „Überschießen“ der Abwärtsbewegung des Dollars verstärkt werden. Letzteres mag auf den ersten Blick im Widerspruch zu den Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit

stehen, als sich der Dollar bei steigenden Zinsen und wachsendem Leistungsbilanzdefizit festigte. Doch wenn auch die Devisenmärkte ein hohes Leistungsbilanzdefizit in einer Zeit vorübergehend nicht synchron verlaufender Konjunkturaufschwünge ignorieren können, so könnte doch der Zeitpunkt kommen, wo die Aussicht auf chronische Außenhandelsdefizite der derzeitigen Größenordnung oder noch höheren Ausmaßes in einem ganz anderen Licht erscheint.

Ein solches Szenario läge, besonders wenn es von einem jähen Kursrückgang des Dollars begleitet würde, sicherlich nicht im Eigeninteresse der USA. Der inflationäre Druck würde sich durch den direkten Einfluß einer überzogenen Wechselkursanpassung auf die Preise und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur verstärken. Da zudem tiefgreifende finanzpolitische Maßnahmen im Rahmen des amerikanischen Gesetzgebungsverfahrens häufig nur unter Schwierigkeiten rasch durchgesetzt werden konnten, hätten die Währungsbehörden kaum eine andere Wahl, als die Zinssätze noch höher steigen zu lassen.

Welche kurzfristigen Auswirkungen eine solche Entwicklung auf die übrigen Industrieländer hätte, ist schwer zu beurteilen. Eines steht freilich fest: In Europa und Japan ist mit dem Spürbarwerden der positiven Wirkungen der Desinflation und der mittelfristigen Festlegung auf eine Verringerung der Haushaltsdefizite und der öffentlichen Ausgaben in Relation zum Bruttosozialprodukt der Aufschwung in Gang gekommen. Dies ist als solches ermutigend und weckt zudem die Hoffnung, daß andere, grundlegendere Faktoren ins Spiel kommen und von nun an die Erholung stützen und kräftigen, zumal die geldpolitischen Zielsetzungen allgemein so konzipiert zu sein scheinen, daß das Wachstum der nominalen Nachfrage beibehalten werden kann. Vor allem könnten, wie im nächsten Kapitel ausgeführt wird, angesichts der sich bereits bessernden Ertragslage stärker als bisher die entscheidenden Impulse von den privaten Investitionen ausgehen, sei es kurzfristig als Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, sei es bei der Ausweitung des langfristigen Produktionspotentials.

In welchem Maße ein solches Ergebnis unverzüglich weitere Schritte in Richtung auf mittelfristige Budgeteinsparungen erfordert, dürfte je nach Land unterschiedlich zu beurteilen sein. Die Beantwortung dieser Frage wird davon abhängen, inwieweit die Inflation bereits unter Kontrolle ist, welche Dynamik die Wirtschaft zeigt und wie hoch die privaten Ersparnisse sind. Auch die außenwirtschaftliche Lage und die schon erreichte Begrenzung des öffentlichen Sektors spielen dabei eine Rolle. Hingegen sind in den meisten europäischen Staaten strukturelle Probleme im öffentlichen Sektor akut und nach landläufiger Meinung im Rahmen eines umfassenden Programms zur Stützung und Verstetigung des Aufschwungs abzubauen. In diesem Sinne hat sich die Finanzpolitik in den letzten Jahren mit Vehemenz dem – gegenüber kurzfristigen Nachfragewirkungen – vorrangigen mittelfristigen Problem der Angebotsbedingungen zugewandt.

Beispielsweise könnte ein rascherer Fortschritt bei der Eindämmung der laufenden öffentlichen Ausgaben den Spielraum für eine Erholung des privaten Sektors vergrößern und andere Anreize auf der Angebotsseite der Wirtschaft verstärken. Er würde auch eine gewisse Korrektur des wachsenden Ungleichgewichts zwischen laufenden Ausgaben und Ausgaben der Kapitalrechnung innerhalb der gesamten öf-

fentlichen Ausgaben begünstigen. Ferner wäre zu erwarten, daß eine bessere Kontrolle über den öffentlichen Sektor zu günstigeren Kosten-Preis-Relationen besonders auf mittlere Sicht beitragen würde. Die Unternehmensinvestitionen könnten dadurch effizienter und für längere Zeit gestützt werden, als dies in früheren Erholungsphasen oft der Fall war.

In dem Maße, wie die mittelfristige Verpflichtung auf eine nicht akkommodierende Wirtschaftspolitik für die Öffentlichkeit glaubhafter wird, dürfte auch die Inflation sicherer als in den siebziger Jahren unter Kontrolle gehalten werden können. Auch dadurch dürfte die mittelfristige Orientierung der Wirtschaftspolitik den Aufschwung zunehmend stützen. Vor allem sollte sie dazu beitragen, daß der von der Wirtschaftspolitik geschaffene Spielraum für maßvolle Nominaleinkommenszuwächse zunehmend durch reales Wirtschaftswachstum statt durch weitere Preiserhöhungen ausgeschöpft wird.

Aber selbst bei diesen optimistischen Annahmen müssen sich die Industrieländer mit der Tatsache auseinandersetzen, daß das hohe und noch immer zunehmende Ungleichgewicht der US-Leistungsbilanz für sich genommen auf lange Sicht nicht tragbar ist. Ein Defizit dieser Größenordnung, auch wenn es anderen Ländern vorübergehend Wettbewerbsvorteile bringen mag, muß zwangsläufig für deren Exportindustrie ein unsicheres Investitionsklima schaffen und im weiteren Verlauf zu beträchtlichen Anpassungen im Welthandel führen.

Aus der Sicht der hochverschuldeten weniger entwickelten Länder ist natürlich die Aussicht auf höhere Zinsen und eine erneute konjunkturelle Überhitzung in den USA kurzfristig von größerem Belang. Der Einfluß höherer Zinsen auf die Schuldendienstbelastung würde weitgehend die Gewinne zunichte machen, die sich diese Länder von steigenden Exporteinnahmen erhoffen.

Schaut man schließlich über solche unmittelbaren Hindernisse hinaus, so zeichnet sich die latente Gefahr ab, daß die konjunkturelle Überhitzung in den USA infolge eines zunehmenden Konflikts mit der auf Eindämmung der Inflation abstellenden Geldmengenpolitik vorzeitig in einen Wirtschaftsabschwung münden könnte. Tritt dies ein und ist das Leistungsbilanzdefizit nach wie vor hoch, dann könnten weitere protektionistische Kräfte sowohl in den USA wie auch andernorts frei werden.

Wenn diese lange Aufzählung von Sorgen auch einen unangemessen pessimistischen Eindruck hinterlassen mag, so unterstreicht sie doch die Bedeutung rechtzeitiger wirtschaftspolitischer Maßnahmen, um die in den vergangenen Jahren der Desinflation unter enormen Kosten erzielten Stabilitätsgewinne zu bewahren.

III. SEKTORALE FINANZIERUNGSSTRÖME UND FINANZMÄRKTE

Schwerpunkte

Das Geschehen auf den Finanzmärkten stand in jüngster Zeit unter dem Einfluß sowohl zyklischer als auch struktureller Faktoren. Zunächst einmal bewirkten kurzfristige reale Anpassungen (s. Kapitel II) größere Veränderungen bei den Finanzierungssalden und dem Nettokreditbedarf der Sektoren. In den meisten Ländern führten eine geringere private Ersparnisbildung und eine leichte Erholung der Wohnungsbauinvestitionen nach Jahren eines kräftigen, rezessionsbedingten Aufbaus liquider Geldvermögen zu niedrigeren Finanzierungsüberschüssen der privaten Haushalte. Gleichzeitig hatte die konjunkturelle Erholung zusammen mit weiter maßvollen Lohnabschlüssen und kostensenkenden Maßnahmen einen beachtlichen Anstieg der Unternehmensgewinne zur Folge. Da die Anlageinvestitionen hinter dem Wachstum anderer Nachfragekomponenten zurückblieben, zeigte der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors eine deutliche Verbesserung. Schließlich führte der gemessen an früheren Konjunkturzyklen hohe Finanzierungsbedarf der öffentlichen Sektoren vieler Länder zu einem weiteren Aufbau der im In- und Ausland gehaltenen Bestände staatlicher Schuldtitel. Trotz dieser Gemeinsamkeiten wies das Grundmuster der sektoralen Finanzierung von Land zu Land und insbesondere im Vergleich der europäischen Länder mit den USA erhebliche Unterschiede auf.

Zweitens hingen die Reaktionen des Portfolioverhaltens auf Änderungen der sektoralen Finanzierungssalden stark von der Dynamik des Wirtschaftsaufschwungs und den Erwartungen in bezug auf die Geldpolitik ab. In den Ländern, die den Konjunkturaufschwung anführten, stiegen tendenziell die gesamten Ausleihungen in Relation zum Bruttosozialprodukt, da eine wachsende private Kreditnachfrage mit einem nach wie vor hohen Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors zusammentraf, während die Wirtschaftsteilnehmer gleichzeitig bestrebt waren, ihre liquiden Geldvermögen konstant zu halten oder weiter zu erhöhen. In den Ländern hingegen, wo die Wirtschaftstätigkeit nahezu das ganze vergangene Jahr hindurch vergleichsweise verhalten blieb, führte die Umbildung der Finanzierungssalden hauptsächlich infolge einer niedrigen oder sogar sinkenden privaten Kreditnachfrage zu einer weiteren Abnahme der gesamten Ausleihungen in Relation zum Bruttosozialprodukt.

Drittens waren im vergangenen Jahr einige Verschiebungen in der Zusammensetzung der verwendeten Finanzierungsformen sowie eine veränderte Rolle der verschiedenen Kreditmärkte und finanziellen Institutionen zu beobachten. Bis zu einem gewissen Grad hingen diese Entwicklungen mit der Konjunkturerholung und der veränderten Struktur des Finanzierungsbedarfs der einzelnen Sektoren zusammen. Ein bedeutsames Ereignis des vergangenen Jahres war beispielsweise die Wiederbelebung der Aktienmärkte, die es den Unternehmen in vielen Ländern ermög-

lichte, ihre Bilanzen ohne Rückgriff auf Fremdfinanzierung und bei gleichzeitiger Stärkung ihrer Liquidität neu zu strukturieren. Angesichts günstigerer monetärer Konditionen bestand auch eine gewisse Tendenz zu längerfristiger Neuverschuldung, allerdings nicht so stark wie in früheren Zyklen. Es gab auch Anzeichen dafür, daß die Wirtschaftsteilnehmer weiter darum bemüht waren, Vorkehrungen gegenüber der unsicheren zukünftigen Zinsentwicklung zu treffen. An den inländischen wie den internationalen Finanzmärkten erhöhte sich im vergangenen Jahr die Verwendung variabel verzinslicher Schuldtitel weiter, da Nachfrager wie auch Anbieter von Finanzierungsmitteln es vorzogen, Engagements zu festen Zinsen im langfristigen Bereich zu vermeiden. Andere Entwicklungen betrafen weitere Neuerungen bei der Handhabung der Staatsschuld und Techniken zur Abdeckung von Zinsrisiken, so den Handel mit Financial Futures.

Während Deregulierung und finanzielle Innovationen einerseits als Reaktion auf hohe Preissteigerungsraten und Zinssätze sowie auf gesetzgeberische und institutionelle Veränderungen gesehen werden können, sind sie andererseits selber von Bedeutung für die Untersuchung der Finanzmarktentwicklung und für die Geldpolitik. Erstens sind überkommene institutionelle Abgrenzungen mit zunehmenden Marktkräften und – angesichts der Verfügbarkeit neuer Anlageformen – veränderten privaten Portfoliopräferenzen verschwunden. Genauer gesagt benutzte die Geldpolitik in einer Reihe von Ländern als Hauptwerkzeug zunehmend die Zinsen, weniger dagegen kreditverknappende Maßnahmen. Zweitens haben finanzielle Neuerungen in mehreren Ländern die Kredit- und Geldmengenaggregate nachhaltig beeinflußt und damit Durchführung und Beurteilung der Geldpolitik kompliziert. Im vorliegenden Kapitel wird anhand bestimmter Entwicklungen vorwiegend der erste Aspekt dieses Prozesses untersucht, während seine Bedeutung für die Geldpolitik und die spezifischeren geldpolitischen Einflüsse in Kapitel IV erörtert werden.

Veränderung der Finanzierungssalden der Sektoren

Das Einsetzen der konjunkturellen Erholung nach einer Zeit einschneidender Desinflation und Rezession zeigte sich deutlich in Veränderungen des Grundmusters der sektoralen Finanzierungssalden. Diese waren im allgemeinen gekennzeichnet durch eine rückläufige Ersparnis der privaten Haushalte, eine leichte Erholung im Wohnungsbau, höhere Unternehmenserträge und eine gewisse Belebung der (im vorangegangenen Kapitel analysierten) Anlageinvestitionen. In den meisten Ländern nahm der Nettofinanzierungsüberschuß der privaten Haushalte ab, während der Unternehmenssektor seine Finanzierungsposition verbesserte. Diese Veränderungen beeinflussten wiederum die Kreditnachfrage der einzelnen Sektoren und die Entwicklung auf den Finanzmärkten, wie dies im Gesamtbetrag der aufgenommenen Mittel, in der Wahl der Verschuldungsformen und in den verschiedenen Kanälen der Mittelbeschaffung und -bereitstellung zum Ausdruck kommt.

Was zunächst die privaten Haushalte angeht, so vermittelt die nachstehende Tabelle ein ziemlich einheitliches Bild zunehmender Finanzierungsüberschüsse bis zu den Jahren 1981/82. Nach dem zweiten Ölpreisschub reagierten die privaten Haushalte auf die Inflationsbeschleunigung und die zunehmende Arbeitslosigkeit

Finanzierungssalden der Sektoren¹

	Jahre	Privater Sektor				Öffentlicher Sektor ²	Ubrige Welt
		Haushalte	Nicht-finanzielle Unternehmen	Finanzielle Unternehmen	Zusammen		
		in Prozent des Bruttosozialprodukts					
USA	1975/76	4,5	- 0,3	0,1	4,4	- 4,1	- 0,3
	1980	3,5	- 1,3	0,2	2,4	- 2,5	0,3
	1981	4,4	1,8	- 0,1	2,5	- 2,3	0,2
	1982	4,8	0,1	- 0,1	4,8	- 5,3	0,5
	1983	3,6	0,7	0,1	4,3	- 5,6	1,3
Kanada	1975/76	4,9	- 5,1	0,4	0,2	- 2,5	2,4
	1980	7,8	- 5,0	0,0	2,8	- 2,4	0,4
	1981	8,5	- 8,2	- 0,2	0,1	- 1,1	1,7
	1982	10,7	- 3,9	- 0,5	6,3	- 5,4	- 0,8
	1983	9,0	- 2,3	- 0,1	6,6	- 5,9	- 0,4
Japan	1975/76	11,0	- 4,1	0,7	7,6	- 7,4	- 0,3
	1980	8,3	- 3,5	0,9	5,7	- 6,8	1,1
	1981	11,2	- 3,1	- 0,2	7,9	- 7,4	- 0,5
	1982	11,0	- 3,9	0,6	7,7	- 7,0	- 0,7
	1983	10,6	- 3,8	1,9	8,7	- 6,9	- 1,8
Großbritannien	1975/76	4,9	- 0,3	0,0	4,6	- 6,9	1,1
	1980	7,1	0,3	- 0,2	7,2	- 4,7	- 1,6
	1981	5,3	1,3	- 0,3	6,3	- 3,4	- 2,9
	1982	3,6	1,3	0,1	5,0	- 2,6	- 2,0
	1983	2,1	2,2	0,0	4,3	- 3,5	- 0,7
Frankreich	1975/76	4,7	- 4,3	0,0	0,4	- 1,3	0,9
	1980	3,2	- 5,4	0,5	- 1,7	0,3	1,4
	1981	4,5	- 4,4	0,2	0,3	- 1,8	1,5
	1982	4,8	- 5,3	0,1	- 0,4	- 2,6	3,0
	1983	4,6	- 3,5	0,6	1,7	- 3,3	1,6
Deutschland (BR)	1975/76	6,2	- 1,4	0,6	5,4	- 4,5	- 0,8
	1980	3,4	- 3,5	1,2	1,1	- 3,1	2,1
	1981	4,4	- 3,0	1,3	2,7	- 3,9	1,1
	1982	4,7	- 2,2	1,3	3,8	- 3,4	- 0,4
	1983	2,8	- 1,3	1,8	3,3	- 2,7	- 0,6
Italien	1975/76	15,7	- 7,2	1,6	10,1	-10,8	0,9
	1980	12,2	- 8,7	2,0	5,5	- 9,6	2,5
	1981	14,0	- 6,6	2,2	9,6	-13,4	2,3
	1982	15,1	- 4,0	1,8	12,9	-13,9	1,6
	1983	18,1	- 3,9	2,0	16,2	-15,8	- 0,2
Schweden	1975/76	- 0,9	- 6,4	2,3	- 5,0	3,7	1,3
	1980	0,7	- 4,5	3,9	0,1	- 3,7	3,6
	1981	1,1	- 3,2	4,6	2,5	- 4,9	2,4
	1982	- 0,3	- 1,0	4,1	2,8	- 6,4	3,6
	1983	- 0,1		4,0	3,9	- 5,1	1,2
Belgien	1975/76	7,7	- 1,0		6,7	- 6,9	0,2
	1980	6,2	0,8		7,0	-11,7	4,7
	1981	10,1	1,6		11,7	-16,2	4,5
	1982	9,2	2,3		11,5	-15,5	4,0
	1983	10,2	3,5		13,7	-15,3	1,6
Niederlande	1975/76	8,5	- 1,9		6,6	- 4,0	- 2,6
	1980	4,5	- 0,4		4,1	- 5,9	1,8
	1981	6,9	2,4		9,3	- 7,4	- 1,9
	1982	8,8	2,6		11,4	- 9,1	- 2,3
	1983	7,8	2,8		10,6	- 8,1	- 2,5

¹ Auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung oder der Finanzstatistik in den USA, Kanada, Großbritannien, Frankreich, Deutschland, Japan und Italien sowie der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Falle Schwedens, Belgiens und der Niederlande. Wegen Rundens der Zahlen und in der Tabelle nicht enthaltener Restposten addieren sich die Salden der einzelnen Sektoren möglicherweise nicht zu Null. Die Zahlen für 1983 sind vorläufig. ² Wegen unterschiedlicher Definition der Sektoren in den Finanzierungsrechnungen und den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen können die Finanzierungssalden des öffentlichen Sektors von den in den anderen Tabellen dieses Berichts ausgewiesenen Werten abweichen.

mit einer Kürzung ihrer laufenden Konsumausgaben und ihrer Wohnungsbauinvestitionen. In einigen Ländern mögen Bestrebungen zur Erhaltung des Realwerts der Vermögen das Hauptmotiv gewesen sein, in anderen hingegen die Furcht vor steigender Arbeitslosigkeit und eine allgemeine Abnahme des Vertrauens der Verbraucher in die Zukunft. Die Reaktionen ähnelten denen nach dem ersten Ölpreisschock, jedoch mit dem Unterschied, daß die jüngste Zunahme der Ersparnis mit einem schwächeren Wachstum – in einigen Ländern sogar mit einem Rückgang – der realen Lohneinkommen einherging.

Im vergangenen Jahr kehrte sich jedoch dieser Trend in den meisten Ländern um. Niedrigere Inflationsraten, sinkende Zinsen und ein gestärktes Vertrauen der Verbraucher führten zu einer lebhafteren Konsumnachfrage und in einigen Fällen zu einem kräftigen Aufschwung im Wohnungsbau. Das Ergebnis war ein allgemeiner Rückgang der Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte. In Großbritannien, wo der Anstieg der Verbrauchsausgaben und der Aufwendungen für Wohnbauten relativ früh eingesetzt hatte, sank die Nettoersparnis auf nur noch 2% des Bruttosozialprodukts, und in Deutschland sank die Nettoersparnis der privaten Haushalte auf ihren niedrigsten Stand seit über zehn Jahren. Auch in den USA und noch ausgeprägter in Kanada, wo die Ersparnis der privaten Haushalte seit Ende der siebziger Jahre einen steilen Aufwärtstrend verzeichnet hatte, ging ihr Finanzierungsüberschuß im letzten Jahr erheblich zurück. In jenen Ländern hingegen, die in den letzten Jahren Schritte zur Eindämmung des Wachstums der Reallöhne unternommen hatten (Italien, Belgien, Schweden und Niederlande), reagierten die Verbraucher mit einer Kürzung ihrer Ausgaben und einer Stärkung ihrer finanziellen Position.

Im Unternehmenssektor ergaben sich in fast allen Ländern höhere Finanzierungsüberschüsse oder geringere -defizite. Dieser Trend hatte bereits zwei oder drei Jahre zuvor begonnen, war damals aber hauptsächlich niedrigeren Anlageinvestitionen und reduzierten Lagerbeständen zuzuschreiben gewesen. 1983 war hingegen die Verbesserung das Ergebnis höherer Gewinne und Cash flows (Betriebsergebnis nach Steuern und Nettozinsaufwand). In der Tat ist die Nettoersparnis der Unternehmen selbst in jenen Ländern hoch geblieben, die eine gewisse Belebung der Investitionstätigkeit verspürten, wenngleich dies für die frühe Phase eines Konjunkturaufschwungs nicht ungewöhnlich ist.

Da sich im konjunkturellen Zusammenhang die Finanzierungssalden der privaten Haushalte und der Unternehmen tendenziell gegenläufig entwickeln und teilweise kompensieren, veränderte sich in den meisten Ländern die gesamte Nettoersparnis des privaten Sektors von 1982 auf 1983 verhältnismäßig wenig. Betrachtet man indessen die Veränderungen des Finanzierungssaldos des privaten Sektors in einem längerfristigen Zusammenhang und vergleicht sie mit den entsprechenden Veränderungen der Leistungsbilanz und der öffentlichen Defizite, dann lassen sie in einigen Fällen das Grundmuster der Anpassungen und den wirtschaftspolitischen Kurs erkennen. So wurde beispielsweise in Großbritannien das Defizit des öffentlichen Sektors zwischen 1975/76 und 1982/83 stark abgebaut. Da der Nettofinanzierungssaldo des privaten Sektors im selben Zeitraum weitgehend konstant blieb, kann man annehmen, daß sich die strukturelle Haushaltsposition des öffentlichen

Sektors und damit auch die Finanzierungsposition gegenüber der übrigen Welt erheblich verbesserten. Auch in den USA blieb die Nettoersparnis des privaten Sektors während dieser Zeit im wesentlichen unverändert, so daß die Zunahme des Defizits des öffentlichen Sektors weitgehend struktureller Art zu sein scheint. In Japan und Deutschland lag eine wesentliche strukturelle Veränderung seit 1980 in der Verbesserung der Leistungsbilanz. In ihr schlug sich hauptsächlich ein günstigerer Finanzierungssaldo des privaten Sektors und ein geringeres strukturelles Defizit des öffentlichen Sektors nieder, während in Frankreich offenbar die umgekehrte Entwicklung eintrat.

In den drei kleineren europäischen Ländern (Belgien, Niederlande und Schweden) fällt die erhebliche Verschlechterung der Finanzierungsposition des öffentlichen Sektors über mehrere Jahre hinweg auf, die sich im Falle Belgiens und Schwedens auf nahezu 10% des Bruttosozialprodukts belief. Da in allen drei Ländern der Finanzierungsüberschuß des privaten Sektors um etwa denselben Wert zunahm, ist es schwer, zwischen strukturellen und konjunkturellen Komponenten zu unterscheiden; die steigenden Defizite schufen jedoch erhebliche Probleme bei der Liquiditätssteuerung. Auch in Kanada und Italien war der steigende Trend in der Ersparnis des gesamten privaten Sektors sehr stark ausgeprägt, doch waren in Kanada die „Gegenposten“ gleichmäßiger auf ein höheres Defizit des öffentlichen Sektors und eine verbesserte Außenwirtschaftsposition verteilt.

Unternehmensrentabilität und Investitionen

Vor dem Hintergrund des allgemein verbreiteten Ziels der Wirtschaftspolitik, hohe Investitionen und ein angemessenes reales Wachstum zu ermöglichen, gab die längerfristige Verschlechterung der Unternehmensgewinne und der Rentabilität Anlaß zu großer Sorge. Beginnend mit dem beschleunigten Wachstum der nominalen und realen Löhne gegen Ende der sechziger Jahre war besonders in Europa und Japan ein anhaltender Rückgang der Gewinnquoten zu verzeichnen. In Europa verstärkte sich diese Entwicklung durch die Inflexibilität der Reallöhne, ungünstige Konjunkturbewegungen und hohe Zinssätze im Gefolge der beiden Ölpreisschocks. In einigen Ländern wurde die Rentabilität auch durch ein geringeres Produktivitätswachstum geschwächt, während sich in anderen eine Verlagerung zu mehr Rationalisierungsinvestitionen und damit einhergehend eine Verringerung des Anteils der Nettoinvestitionen und des Wachstums des Kapitalstocks als Hindernis für eine stärkere Ausweitung des Bruttosozialprodukts erwies.

Während der letzten beiden Jahre hat sich jedoch die Lage in den Unternehmenssektoren deutlich in die erwünschte Richtung verbessert. Wie bereits angemerkt wurde, stellt sich die finanzielle Situation der Unternehmen in fast allen Ländern günstiger dar. Dies trifft insbesondere für das letzte Jahr zu, als sowohl die Gewinne wie auch der Cash flow hohe Zuwachsraten aufwiesen und gleichzeitig die Gewinnmargen erheblich ausgeweitet werden konnten.

Obwohl eine Erhöhung der Gewinne im Frühstadium des konjunkturellen Aufschwungs durchaus üblich ist, zeichnete sich die jüngste Konjunkturerholung durch einige ungewöhnlich günstige Merkmale aus. Zum ersten vollzog sich die Er-

holung der Gewinne zu einer Zeit, als die Inflationsrate noch zurückging oder auf vergleichsweise niedrigem Niveau verharrte. Daher handelte es sich bei der Ertragsverbesserung vermehrt um echte Gewinne, verglichen mit früheren Zyklen, als Inflationsgewinne bei Vorräten und unzureichende Abschreibungen auf Anlagen noch eine große Rolle gespielt hatten. Darüber hinaus hat die Zunahme der Gewinne je Output-Einheit in einigen Ländern den Preisanstieg deutlich übertroffen, da eine günstigere Entwicklung der Stückkosten eine nachhaltige Wiederherstellung der Gewinnmargen gestattete. Die vorhandenen Daten deuten darauf hin, daß in einigen Ländern (die USA eingeschlossen) die Stückkosten im letzten Jahr tatsächlich gefallen sind – eine Folge des Zusammenwirkens der Erhöhung der Arbeitsproduktivität, der maßvollen Nominallohnentwicklung und des Rückgangs der Finanzierungskosten. In anderen Ländern, wo die Produktivitätszunahme und die Lohnzurückhaltung weniger ausgeprägt waren, reichte die Wachstumsabschwächung bei den Kosten anderer Einsatzfaktoren aus, um eine gewisse, wenn auch kleine Verbesserung der Gewinnmargen herbeizuführen.

Zum zweiten ging die günstigere Gewinnsituation mit einer ungewöhnlich starken Aktivität auf den Aktienmärkten einher. Dies erlaubte eine gewisse Verbesserung der Eigenkapitalquoten (d.h. des Eigenkapitals in Prozent der Bilanzsumme), die während der vorangegangenen Rezession in vielen Ländern auf historische Tiefststände gefallen waren. In einigen Fällen wurde die Wiederbelebung der Aktienmärkte durch besondere steuerliche Maßnahmen beeinflusst, doch deuten vorläufige Angaben auch auf höhere „q-ratios“ (Marktwert des Eigenkapitals plus Nettoverschuldung bezogen auf das Anlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen) hin, was auf eine günstigere Bewertung der zukünftigen Rentabilität der Unternehmen an den Aktienmärkten schließen läßt. Die Zunahme der Aktienemissionen und der massive Anstieg der Cash flows eröffneten darüber hinaus Spielraum für eine Umstrukturierung der Finanzungsverhältnisse ohne Rückgriff auf die Anleihemärkte, milderten damit die Auswirkungen der anhaltend hohen Zinssätze und sorgten in einigen Fällen für eine Reduzierung der Finanzierungskosten der Unternehmen.

In längerfristiger Perspektive stellt sich hingegen die Gewinnsituation weniger günstig dar. In einigen Ländern liegen die Gewinnquoten immer noch unter dem Niveau vor der Rezession, das seinerseits erheblich niedriger war als in den sechziger und frühen siebziger Jahren. Wegen der anhaltend hohen realen und nominalen Zinssätze und der Verschlechterung der üblichen Finanzindikatoren während der vergangenen Rezession dürfte außerdem eine weitere Verbesserung der Rentabilität und der Bilanzpositionen der Unternehmen erforderlich sein, bevor man sagen kann, die Voraussetzungen für eine nachhaltig stärkere Investitionstätigkeit seien wiederhergestellt. In den folgenden Abschnitten werden die Probleme zunächst anhand der Gewinnquoten, der Renditen und der Veränderung der Eigenkapitalquoten sowie anderer finanzieller Indikatoren analysiert. Daran schließt sich eine kurze Untersuchung spezieller Probleme und Schwierigkeiten in einer ausgewählten Gruppe von Ländern an.

Gewinnquoten und Renditen. Wie die Grafik auf S. 44/45 zeigt, ging der tendenzielle Rückgang der Gewinnquoten einher mit einer Reduzierung a) der Rendite

des Sachanlagevermögens (definiert als Betriebsergebnis vor Zinszahlungen und Steuern in Prozent des Sachanlagevermögens) und b) der Eigenkapitalrendite (definiert als den Anteilseignern nach Steuer- und Zinszahlungen zufließendes Nettoeinkommen in Prozent des Eigenkapitals). Dieser abnehmende Trend zeigt sich am deutlichsten in den USA, Deutschland und Großbritannien; er wäre jedoch wohl auch in vielen anderen Ländern zu beobachten gewesen, wenn die Bemessung der Abschreibungen und die Bewertung des Kapitalstocks der Preisentwicklung der Vergangenheit Rechnung getragen hätten und inflationäre Gewinne bei den Vorräten ausgeschaltet worden wären. Andererseits könnten unter den gegenwärtigen Umständen einige außergewöhnliche Faktoren die Rentabilitätskennzahlen negativ beeinflusst haben, wenngleich das Ergebnis von Land zu Land unterschiedlich gewesen sein dürfte. Hierzu gehören Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten, zusätzliche Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten, Zahlungen im Rahmen von Sozialplänen sowie ein schnelleres Veralten der Anlagen.

Gleichzeitig zeigt die Grafik auch einen tendenziellen Anstieg der nominalen Zinssätze sowohl absolut gesehen als auch in Relation zu den Renditekennziffern. Es ist zwar bekannt, daß die Anlageinvestitionen stärker durch die erwartete Produktionsentwicklung als durch die Kapitalrenditen der Vergangenheit bestimmt werden. Allgemein anerkannt wird andererseits aber auch, daß Sachinvestitionen meist zurückgestellt werden, wenn die erwarteten Renditen – einschließlich Risiko- und Unsicherheitsprämien – unter die Fremdkapitalzinssätze und die alternativen Renditen für Finanzanlagen fallen. Tatsächlich haben in mehreren Ländern, in denen besonders große Anreize für die Anlage vorhandener Mittel in hochrentierlichen Staatspapieren bestanden, die finanziellen Vermögensbestände der Unternehmen in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Obwohl die Nominalzinssätze in Ländern, in denen die Sachanlagenrenditen anhand eines zu Wiederbeschaffungspreisen bewerteten Kapitalstocks berechnet werden (USA und Großbritannien), die Opportunitätskosten der Sachanlageinvestitionen tendenziell höher erscheinen lassen, hat sich der Abstand zwischen Sachanlagenrenditen und Fremdkapitalkosten allgemein verringert. In Anbetracht des höheren Risikos und der gleichzeitig zunehmenden Unsicherheiten dürfte folglich das Volumen potentieller Projekte, die den an Investitionen zu stellenden Minimalanforderungen genügen, geringer geworden sein. Dies mag in der Investitionsentwicklung der unmittelbaren Zukunft nicht zum Ausdruck kommen, könnte jedoch die Aussichten eines nachhaltigen Investitionsaufschwungs negativ beeinflussen, wenn die nominalen und insbesondere die realen Zinssätze weiter steigen.

Abnehmende Eigenkapitalquoten. Ein anderes generelles Phänomen innerhalb des Unternehmenssektors war der Rückgang der Eigenkapitalquoten. Während der sechziger und frühen siebziger Jahre, als die Realzinsen niedrig bzw. negativ waren, bestanden für die Unternehmen in den meisten Ländern Anreize, Neuinvestitionen über zusätzliche Verschuldung zu finanzieren. Die Fremdkapitalkosten nach Steuern lagen deutlich unter den Kapitalrenditen, so daß die Eigenkapitalrendite nach Steuern durch den positiven Leverage-Effekt erhöht wurde. Im Gefolge der beiden großen Ölpreiserhöhungen schrumpfte jedoch dieser Leverage-Effekt zusehends, und in mehreren Ländern wurde sein Einfluß während der jüngsten Periode hoher Nominal- und Realzinsen sogar negativ.

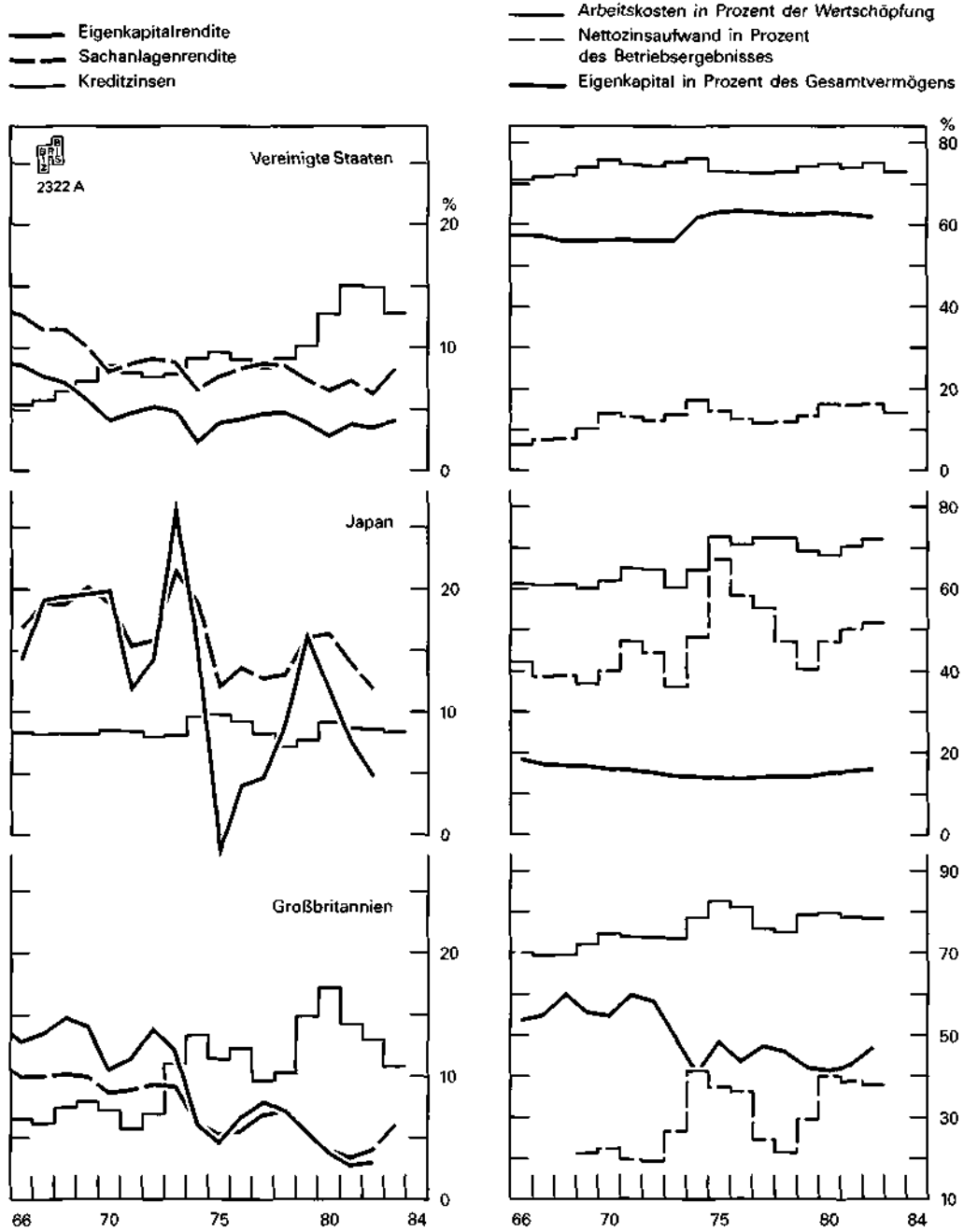
Wie die Grafik zeigt, weichen die Eigenkapitalquoten der einzelnen Länder sowohl im Niveau als auch in der Entwicklung erheblich voneinander ab. Aus historischen und institutionellen Gründen liegt die Eigenkapitalquote in Japan sehr niedrig, während sich ein abnehmender Trend am deutlichsten in den Fällen Deutschlands und Frankreichs zeigt. In den USA gab es ebenfalls eine weit verbreitete Besorgnis über die abnehmenden Eigenkapitalquoten im verarbeitenden Gewerbe, tatsächlich nahm aber die Eigenkapitalquote des Unternehmenssektors insgesamt leicht zu, wenn man den Anstieg der Wiederbeschaffungspreise des Sachanlagevermögens berücksichtigt. Im Falle Großbritanniens scheinen die Bewegungen der Eigenkapitalquote andererseits hauptsächlich Veränderungen in der Struktur des Finanzvermögens widerzuspiegeln, so daß sich die *Nettoverschuldung* in Relation zum Sachanlagevermögen, über die letzten fünfzehn Jahre betrachtet, nunmehr auf einem absoluten Tiefpunkt befindet.

Wegen dieser Unterschiede zwischen den Ländern wie auch den üblicherweise benutzten Indikatoren sind allgemeine und sichere Schlußfolgerungen, was die Angemessenheit der bestehenden Eigenkapitalquoten angeht, schwer zu ziehen. Nichtsdestoweniger ist es offensichtlich, daß der für Zinszahlungen benötigte Teil des Betriebsergebnisses stark zugenommen hat und sogar nach dem Rückgang der nominalen Zinssätze weiter relativ hoch liegt. Diese Entwicklung unterstreicht, wie stark die Unternehmen von Verschuldung und Zinssätzen abhängig sind und wie wünschenswert eine Verbreiterung ihrer Eigenkapitalbasis ist. Darüber hinaus legt der Vergleich zwischen den verschiedenen Ländern in der Grafik den Schluß nahe, daß die Eigenkapitalrendite in Ländern mit niedrigen Eigenkapitalquoten weitaus stärker schwankt, was ein höheres Risiko und größere Unsicherheit für diejenigen Unternehmen mit sich bringt, bei denen der Anteil des Kapitals mit fester Zinsverpflichtung sehr hoch liegt.

Sonstige finanzielle Indikatoren. Unter den sonstigen Kriterien für die Beurteilung der Jahresabschlüsse der Unternehmen ist der anhaltend hohe Anteil der kurzfristigen Verschuldung an der Gesamtverschuldung ein besonderer Problembe- reich. Da die Emissionen des öffentlichen Sektors in einer Reihe von Ländern 90% oder mehr des gesamten Emissionsvolumens ausmachen, könnte der finanzielle „Verdrängungswettbewerb“ eine wünschenswerte Umstrukturierung der Verschuldung der Unternehmen verhindert haben. Auf der anderen Seite hat sich aufgrund der finanziellen Innovationen – einschließlich des häufigeren Gebrauchs mittelfristiger Bankkredite mit variablen Zinssätzen – das Gewicht der Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Schulden verändert. Darüber hinaus zeigten die Unternehmen in den meisten Ländern angesichts der fortdauernden Ungewißheit hinsichtlich der langfristigen Zinssätze nur geringe Neigung, den Anleihemarkt stärker in Anspruch zu nehmen, und verließen sich statt dessen eher auf kurz- und mittelfristige Kredite. Im übrigen haben, wie weiter oben angemerkt, viele Firmen ihre finanziellen Aktiva verstärkt und dadurch das Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten verbessert, wenn auch letztere verglichen mit den gesamten Verbindlichkeiten sehr hoch blieben.

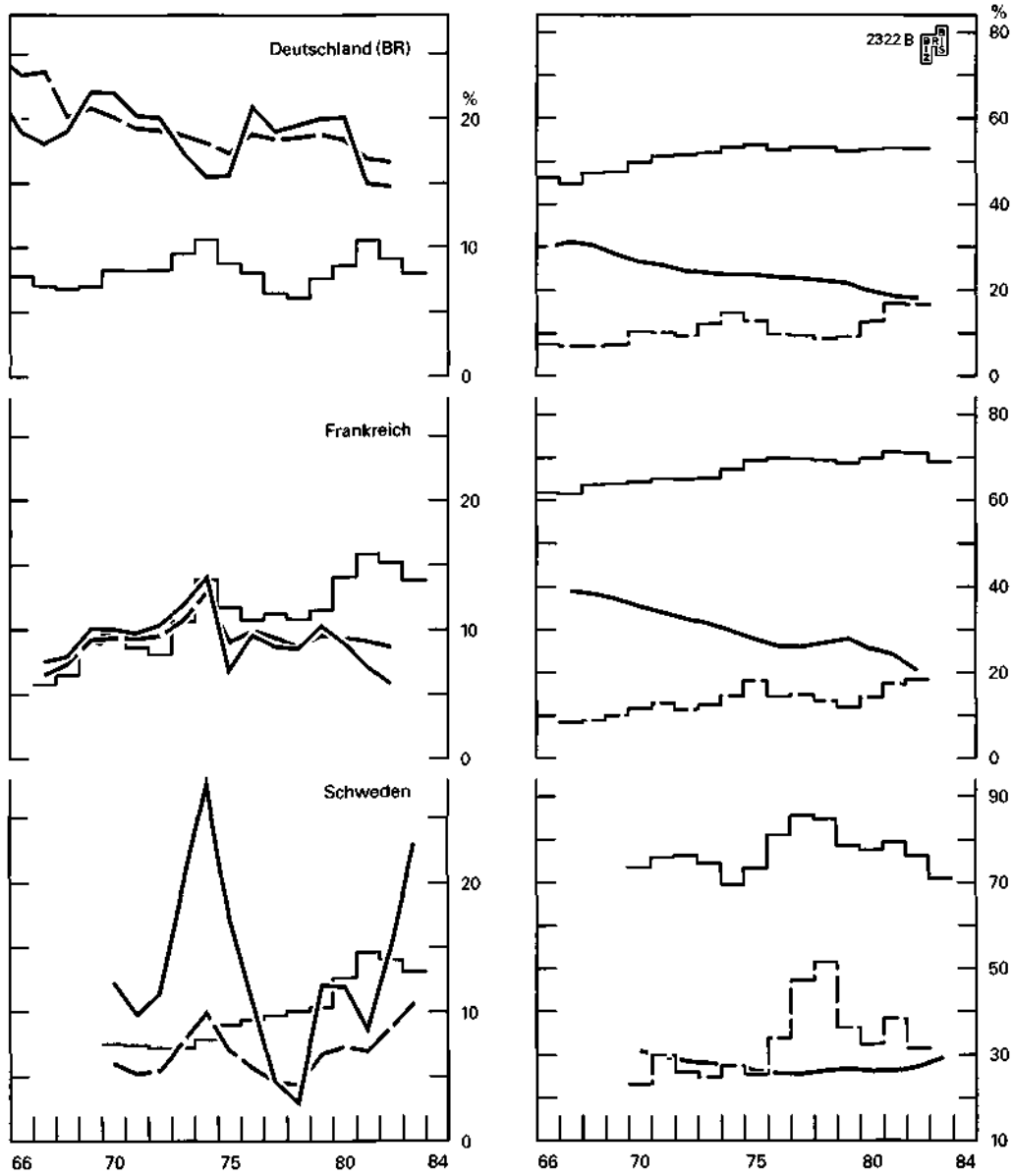
Aufgrund dieser unterschiedlichen Entwicklungen kann man nur schwer sagen, ob die Strukturverbesserung der Unternehmensbilanzen weit genug fortgeschritten

Renditen und andere finanzielle Indikatoren



ist, um ein dauerhaft höheres Wachstum der Anlageinvestitionen anzuregen. Zwei vorläufige Schlußfolgerungen können jedoch wohl gezogen werden: Zum einen scheint eine breitere Beurteilungsbasis, die die Analyse beider Seiten des Jahresabschlusses der Unternehmen wie auch der Zusammensetzung ihrer Vermögenswerte und Verbindlichkeiten einschließt, erforderlich zu sein; zum anderen dürften

Renditen und andere finanzielle Indikatoren (Forts.)



Anmerkung: Die Angaben basieren auf den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und Veröffentlichungen über die Jahresabschlüsse der Unternehmen. Die Sachanlagenrendite ist definiert als Betriebsergebnis in Prozent der Sachanlagen. Im Fall Schwedens enthalten die Gewinne Zinseinnahmen und sind in Prozent der Bilanzsumme ausgedrückt. Außer in den USA und Großbritannien sind Abschreibungen und Wertansätze des Sachanlagevermögens zu Anschaffungspreisen berechnet. Die Eigenkapitalrendite ist definiert als Gewinn nach Steuern in Prozent des Eigenkapitals. Für Großbritannien und Schweden enthalten die Gewinne die Steuerzahlungen, für Großbritannien auch Bewertungsgewinne aus der Nettoverschuldung. Für die USA ist das Eigenkapital als Restgröße berechnet und enthält Bewertungsgewinne bei den Sachanlagen. Als Zinssätze für Kredite wurden die folgenden repräsentativen Raten verwendet: Zinssatz für Industrieanleihen für die USA, Japan und Schweden; Zinssatz inländischer Anleihen für Deutschland und die Verzinsung kurzfristiger Bankausleihungen für Frankreich und Großbritannien.

die Unternehmen wegen ihrer größeren Verschuldungsabhängigkeit und der weiteren Verbreitung marktabhängiger Zinssätze in ihren Entscheidungen nunmehr feinfühler auf Zinsschwankungen reagieren, als sie es früher üblicherweise taten.

Länderentwicklungen. Ein charakteristischer Punkt für die *Vereinigten Staaten* war im letzten Jahr der eindrucksvolle Gewinnanstieg im Umfeld allgemein sinkender Inflationsraten. Dies war zum Teil der höheren Produktion zuzuschreiben, zum Teil aber auch den reduzierten Stückkosten, die das geringere Wachstum der Lohnstückkosten, niedrigere finanzielle Belastungen und verzögerte Auswirkungen der 1981 eingeführten günstigeren Abschreibungsmöglichkeiten widerspiegeln. Der wesentlich verbesserte Cash flow und der Rückgriff auf umfangreiche Aktienemissionen reduzierten den Kreditbedarf. Allerdings begannen die Unternehmen gegen Ende letzten Jahres, als die Aktienmärkte weniger belastbar waren, ihre Nachfrage nach Bankkrediten zu erhöhen. Trotz des kräftigen Wirtschaftsaufschwungs blieben die Zins- und Tilgungszahlungen gemessen am Bruttogewinn nach Steuern nahe an ihren historischen Höchstständen, und die Zahlungsverpflichtungen aus kurzfristigen Verbindlichkeiten sind erheblich höher als nach der Rezession 1974/75. Bisher gibt es nur wenige Anzeichen dafür, daß die hohen Realzinssätze die gesamten Anlageinvestitionen der Unternehmen negativ beeinflußt haben; die Renditen könnten sich aufgrund verzögerter Auswirkungen des Economic Recovery Act von 1981 weiter verbessern. Dennoch ist die Abhängigkeit der Unternehmen von Zinsänderungen gestiegen, und das Niveau der realen und nominalen Zinssätze bleibt weiterhin ein potentieller Gefahrenpunkt.

In *Kanada*, wo vergleichbare Daten erst ab 1977 verfügbar sind, war die Erholung der Gewinne sogar noch eindrucksvoller, wenngleich sie von einer rezessionsbedingt sehr niedrigen Basis ausging. Nahezu alle finanziellen Indikatoren fielen 1981/82 auf historische Tiefststände, während die Zahlungen für den Schuldendienst infolge der einseitig schuldenlastigen Bilanzstruktur nach oben schnellten. Im letzten Jahr war eine kräftige Erholung der Renditen zu verzeichnen, die ihrerseits zu einem Anstieg der Aktienemissionen und einer gewissen Erhöhung der Eigenkapitalquote führte. Dennoch ist der Konsolidierungsprozeß, betrachtet man die früheren Rückgänge, die weit verbreiteten strukturellen Schwierigkeiten und die weiterhin schwache Investitionstätigkeit, nicht sehr weit fortgeschritten.

In *Deutschland* bereitet der tendenzielle Rückgang der Eigenkapitalquote eine Hauptsorge. Die Renditen sind zwar im langfristigen Vergleich niedrig, stellen sich aber gemessen am Niveau in anderen Ländern wie auch an den nominalen Zinssätzen günstig dar. Nach einem langfristigen Rückgang der Gewinnquote, der sich im Gefolge der zweiten großen Ölpreiserhöhung weiter fortsetzte, wurde das Wiedererreichen eines befriedigenden Rentabilitätsniveaus zu einem wesentlichen Ziel der Wirtschaftspolitik. Vor allem dank maßvollere Lohnerhöhungen konnten die Gewinnmargen 1982 gesteigert und die Selbstfinanzierungsquote deutlich erhöht werden, wenngleich letzteres weitgehend auf geringere Investitionsausgaben und die Auflösung von Vorratsbeständen zurückzuführen war. Im Verlauf des letzten Jahres verbesserten sich jedoch die Bilanzen der Unternehmen in mehrerer Hinsicht, obwohl sich das Wachstum der Gewinne abschwächte: Erstens blieb die Selbstfinanzierungsquote, nachdem die Anlageinvestitionen zu steigen begannen, weiterhin auf hohem Niveau; zweitens wurde der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten weiter reduziert; und drittens erhöhten die Unternehmen ihre Bestände an langfristigen finanziellen Aktiva, was auf eine weitgehende Erholung ihrer Liquiditätsposition schließen ließ.

In *Frankreich*, wo bei der Eigenkapitalquote ebenfalls ein tendenzieller Rückgang hingenommen werden mußte, waren mehrere Sektoren von den schnell ansteigenden Zinskosten betroffen und mußten negative Leverage-Effekte hinnehmen. Andere Problembereiche waren die trotz schwacher realer Investitionstätigkeit anhaltend niedrige Selbstfinanzierungsquote (die ihrerseits die Investitionen beeinträchtigt haben könnte) und die unbefriedigende Eigenkapitalrentabilität, die sich 1982 einem absoluten Tiefstand näherte. Verstärkt wurden die finanziellen Probleme durch staatliche Reglementierungen für Preisanpassungen, verschärfte internationale Konkurrenz, Erhöhungen der Löhne und Sozialabgaben sowie höhere Einfuhrpreise für Rohstoffe. Vorläufige Zahlen für 1983 deuten auf eine gewisse Verbesserung der Gewinnsituation und der Selbstfinanzierungskraft hin, die hauptsächlich auf niedrigere Finanzierungskosten und einen langsameren Anstieg der Input-Preise zurückzuführen ist.

Nach gut zwanzig Jahren stetigen Rückgangs erreichte die Sachanlagenrendite in *Großbritannien* im Verlauf des Jahres 1982 ihr Minimum und hat sich bis zum dritten Quartal letzten Jahres auf 7% erholt. Ein anderes Merkmal war der weitgehende Rückgriff der Unternehmen auf Bankkredite, wenngleich die Anleihefinanzierung im letzten Jahr etwas ausgeweitet wurde. Die Eigenkapitalquote blieb vergleichsweise hoch, was sich – wie bereits erwähnt – in einem deutlichen Rückgang des Verhältnisses der Nettoverbindlichkeiten zum Anlagevermögen widerspiegelte. In der letzten Zeit baute sich ein großer Betrag ungenutzter Steuervergünstigungen auf, eine Auswirkung des Zusammentreffens sehr günstiger Abschreibungsmöglichkeiten und niedriger oder negativer Gewinne. Hierdurch wurde die Rendite nach Steuern als Rentabilitätsmaßstab weniger brauchbar, doch könnten hiervon aufgrund der neuen, im Budget 1984/85 vorgeschlagenen Maßnahmen Impulse auf die realen Investitionen ausgehen.

In *Japan* ist die Eigenkapitalquote traditionell sehr niedrig, wenngleich sich Mitte der siebziger Jahre und nochmals nach der zweiten Ölkrise einige Erhöhungen als Reaktion auf negativ wirkende Leverage-Effekte ergaben. Das geringere Wachstum der Investitionen hat die gesamte Kreditnachfrage reduziert, während der Anteil der über den Anleihemarkt befriedigten Kreditwünsche zugenommen hat. Ein deutlicher Anstieg der von den Firmen erwirtschafteten Rendite auf Finanzanlagen scheint die Verfügbarkeit einer reicheren Auswahl von Anlagen mit variablen Zinssätzen und ein aktiveres Portfolio-Management widerzuspiegeln. Gleichzeitig half dieser Anstieg der „Opportunitätskosten“, die Vorratsinvestitionen zu stabilisieren, und erhöhte allgemein die Sensitivität der Unternehmen gegenüber Zinsänderungen. Die hohe Flexibilität der Löhne erweiterte den Spielraum für einen Anstieg der Gewinne. Allerdings wurde die niedrige Inflationsrate bis zu einem gewissen Grad „auf Kosten“ abnehmender Gewinnmargen erzielt, da die Gewinne je Output-Einheit seit 1981 um rund 5% gesunken sein dürften. Dieser negative Trend kann sich jedoch im Laufe des Jahres 1983 umgekehrt haben, wenn auch der Anteil der Gewinne an der Wertschöpfung immer noch niedriger liegt als früher.

Die Daten für *Belgien*, die nur für einen Fünfjahreszeitraum verfügbar sind, bestätigen, daß es mit den Maßnahmen des Jahres 1982 zur wirtschaftlichen Stabilisierung – einschließlich der Abwertung – gelungen ist, die Rentabilität der

Unternehmen zu steigern. Gemessen an der Entwicklung der gesamten Bruttogewinne (nach Steuern), die um fast 25% zunahmen, hat die Verbesserung im letzten Jahr angehalten. Durch die höheren Renditen waren die Firmen in der Lage, den Anteil ihrer kurzfristigen Verschuldung zu verringern, während die verbesserten Cash-flow-Positionen zusammen mit gesetzlichen Maßnahmen den Abwärtstrend der Eigenkapitalquoten umgekehrt haben. In vielen Sektoren scheint die Umstrukturierung der Bilanzen abgeschlossen zu sein, und die gesamte Gewinnquote hat das Niveau von 1974 wieder erreicht. Dennoch bleiben erhebliche Unterschiede zwischen den Wirtschaftssektoren bestehen, wofür die ungünstigen Bedingungen im Stahlbereich ein typisches Beispiel sind.

In *Schweden* wurde die Entwicklung der Gewinnquoten und der Renditen ebenfalls deutlich durch Wechselkursänderungen und Maßnahmen zur Drosselung des Lohnanstiegs beeinflusst. Ein Anpassungsprozeß kam schon früh – in den Jahren 1977/78 – in Gang, nachdem die Eigenkapitalrendite nur noch 3% betrug und die Anleiheverzinsung erheblich zu steigen begann. Die Einführung neuer Arten der Schuldenaufnahme zur Finanzierung des öffentlichen Defizits lieferte den Firmen eine größere Auswahl an finanziellen Aktiva mit marktabhängiger Verzinsung, so daß 1981 die Zinserträge in der Tat ebenso hoch waren wie die Betriebsergebnisse. Gleichzeitig lag die Eigenkapitalrendite vor Steuern im verarbeitenden Gewerbe im letzten Jahr nahe bei 25%, bedingt durch die gemeinsamen Auswirkungen der Abwertung von 1982 und der anhaltend maßvollen Lohnentwicklung. Da andererseits die Rendite finanzieller Aktiva hoch blieb, haben die Firmen den größten Teil ihrer Gewinnzuwächse dazu benutzt, weitere Finanzanlagen zu tätigen. Die industriellen Anlageinvestitionen fielen bis auf die Hälfte ihres Niveaus von 1972, und die Kreditaufnahme bei Banken ging zurück. Insoweit verdeutlicht die schwedische Situation in einigen Aspekten das Dilemma, in dem sich eine Reihe europäischer Länder befinden: In einem Umfeld großer öffentlicher Defizite, hoher realer Zinssätze sowie – in einigen Fällen – eines Defizits in der Leistungsbilanz sollen die Bedingungen für einen anhaltenden Aufschwung der Anlageinvestitionen verbessert werden.

Entwicklungen auf den Finanzmärkten

Diese Rentabilitätsentwicklungen beeinflussten natürlich die gesamte Kreditnachfrage, was im großen und ganzen auch in den weiter oben untersuchten Veränderungen der sektoralen Finanzierungsbedürfnisse zum Ausdruck kam. Allerdings scheint bei den einzelnen Ländern das jeweils erreichte Stadium des konjunkturellen Aufschwungs eine entscheidende Rolle gespielt zu haben. Die jüngsten Veränderungen im Niveau der gesamten Kreditströme sind in den Ländern, die sich nach wie vor im Prozeß der finanziellen Anpassung mit niedrigen Wachstumsraten befinden, deutlich anders als in den Staaten, die die konjunkturelle Erholung anführten. Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, ist der Umfang der gesamten Kreditaufnahme relativ zum Bruttosozialprodukt in der ersten Ländergruppe tendenziell gesunken, am wenigsten allerdings in den Ländern mit weiterhin hohen oder noch zunehmenden Defiziten des öffentlichen Sektors. Hingegen begann in der zweiten Ländergruppe die gesamte Kreditnachfrage zu steigen, oder sie ging nicht weiter zurück. Tatsächlich mag der Anstieg verglichen mit früheren Konjunkturerholungen etwas

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren

	1975-76	1980	1981	1982	1983 ¹
	in Prozent des Bruttosozialprodukts				
USA					
Private Haushalte	4,3	4,4	4,1	2,8	4,9
Unternehmen (einschl. Landwirtschaft)	4,0	5,3	5,0	4,0	4,6
Öffentliche Haushalte	5,7	3,8	3,3	6,4	6,7
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	4,8	3,0	3,0	5,2	5,6
Zusammen	14,0	13,5	12,4	13,2	16,2
Kanada					
Private Haushalte	6,5	4,0	1,7	0,0	3,1
Unternehmen	4,9	10,1	12,7	3,3	0,4
Öffentliche Haushalte	7,5	7,5	7,7	10,1	10,4
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	2,2	4,1	3,4	5,0	6,7
Zusammen	19,0	21,6	22,1	13,4	13,9
Japan					
Private Haushalte	5,0	4,4	3,9	3,5	3,7
Unternehmen mit eigener Rechtsfähigkeit	10,8	7,8	8,3	8,6	8,1
Öffentlicher Sektor	10,1	10,8	10,4	8,7	9,6
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	5,3	7,0	6,4	5,0	6,6
Zusammen	25,9	23,0	22,6	20,8	21,4
Deutschland (BR)					
Private Haushalte (einschl. Wohnungsbau)	3,3	4,9	4,1	3,4	4,2
Unternehmen	5,0	6,0	6,5	4,9	4,6
Öffentliche Haushalte	5,2	3,7	4,9	4,3	3,4
Zusammen	13,6	14,6	15,5	12,6	12,2
Frankreich					
Private Haushalte	5,0	4,4	4,4	4,1	4,1
Unternehmen	7,7	9,2	8,7	7,7	6,7
Öffentliche Haushalte	4,1	1,7	4,0	5,3	3,7
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	2,3	1,4	2,7	4,3	2,7
Zusammen	16,8	15,3	17,1	17,1	14,5
Großbritannien					
Private Haushalte	3,5	4,7	5,6	7,0	6,8
Unternehmen	3,7	4,3	3,9	3,5	2,6
Öffentlicher Sektor	8,6	5,3	4,3	2,0	3,9
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	4,3	2,9	3,9	1,5	3,0
Zusammen	15,8	14,3	13,8	12,5	13,3
Italien					
Private Haushalte	0,7	1,4	0,9	0,8	0,9
Unternehmen	12,6	10,6	11,6	8,2	8,2
Öffentliche Haushalte	21,5	19,6	23,0	21,0	.
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	12,8	13,0	18,3	15,0	.
Zusammen	34,9	31,5	35,6	29,9	.
Belgien					
Private Haushalte	3,1	2,5	0,9	0,8	0,4
Unternehmen	7,6	5,8	6,6	5,4	6,1
Öffentliche Haushalte	7,0	11,7	16,2	15,5	15,3
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	5,8	9,9	13,7	14,5	13,8
Zusammen	17,7	20,0	23,7	21,7	21,9
Niederlande					
Private Haushalte und Unternehmen	8,5	6,8	4,7	4,1	3,1
Öffentliche Haushalte	3,8	4,7	7,1	8,6	9,2
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	2,4	4,0	5,4	7,1	8,2
Zusammen	12,3	11,5	11,8	12,7	12,3
Schweden					
Prioritätswohnungsbau	4,4 ²	4,2	4,1	3,9	3,4
Sonstige private Sektoren	10,0 ²	7,9	9,5	8,4	8,6
Öffentliche Haushalte	5,2 ²	10,7	12,0	13,4	11,9
<i>darunter: zentrale Haushalte</i>	5,0 ²	10,5	11,8	13,1	11,9
Zusammen	19,6 ²	22,9	25,6	25,7	23,9

¹ Vorläufig. ² 1977.

ausgeprägter gewesen sein, da hohe oder ansteigende Budgetdefizite finanziert werden mußten und gleichzeitig die Nachfrage des privaten Sektors nach Krediten und Finanzanlagen zunahm.

Innerhalb des privaten Sektors hat die Bruttokreditnachfrage der Haushalte in Prozent des Bruttosozialprodukts gerechnet in den USA, Kanada, Großbritannien (ab 1982) und in geringerem Umfang in Deutschland deutlich zugenommen. Die Verbraucher scheinen ihre höheren Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und Wohnungsbau eher über erhöhte Kreditaufnahme als durch Abbau ihrer Bestände an liquiden Geldvermögen finanziert zu haben, während im Unternehmenssektor der massive Rückgang der gesamten Nettoneuverschuldung mit einer Tendenz zur Aufstockung der Finanzanlagen einherging. Die Tilgungszahlungen der Unternehmen dürften relativ mäßig ausgefallen sein; Ausnahmen sind Kanada, Italien, Belgien und Schweden, wo die kurzfristigen Realzinsen ein sehr hohes Niveau erreichten. Nichtsdestoweniger ging der Anteil der Unternehmenskredite an der gesamten Kreditaufnahme 1983 allgemein zurück und lag in Großbritannien, Deutschland und Kanada besonders niedrig. In den USA stieg andererseits gegen Ende des Jahres 1983 die Neuverschuldung der Unternehmen, bedingt durch die obenerwähnte höhere Nachfrage nach Bankkrediten, stark an, und vorläufige Zahlen deuten auf eine weitere Zunahme in den ersten Monaten dieses Jahres hin.

Der Anteil der öffentlichen Kreditaufnahme blieb hoch und bewegte sich zwischen rund 30% in Großbritannien und 70–75% in Belgien und Kanada. Wie in früheren Jahren wurde in Belgien und Schweden ein großer Teil der Defizite des öffentlichen Sektors durch Kreditaufnahme im Ausland finanziert, und auch in anderen Ländern mag der Einfluß der Transaktionen des öffentlichen Sektors kleiner gewesen sein, als es nach den Zahlen insgesamt den Anschein hat. Für die USA ist anzumerken, daß die Kreditaufnahme des Schatzamts im Laufe des Jahres trotz eines steigenden Nettodefizits zurückging, da die öffentlichen Instanzen von der vergleichsweise niedrigen privaten Kreditnachfrage zu Jahresbeginn profitiert hatten. In ähnlicher Weise reagierten in Deutschland die öffentlichen Kreditnehmer auf eine nachlassende private Kreditnachfrage, indem sie die Anleihemärkte im Verlauf des Jahres 1983 stärker in Anspruch nahmen, obwohl ihr Nettokreditbedarf sogar zurückging. In Großbritannien schließlich setzten die öffentlichen Instanzen ihre Praxis fort, die gesamte öffentliche Kreditnachfrage durch Verkauf von öffentlichen Schuldtiteln – Sparbriefen oder Anleihen – außerhalb des monetären Sektors zu decken.

Grundmuster und Zusammensetzung der Finanzströme

Das Bankensystem. Den Banken fällt zwangsläufig im Prozeß der Finanzintermediation und bei der Durchführung der Geldpolitik eine Schlüsselrolle zu. Da die Nachfrage nach Bankkrediten stark von der wirtschaftlichen Lage des privaten Sektors und von Veränderungen in der Grundstruktur der Kreditaufnahme beeinflusst wird, weist sie vergleichsweise hohe konjunkturelle Schwankungen auf, die sehr viel ausgeprägter sind als bei der gesamten Kreditnachfrage. In den letzten Jahren haben jedoch drei zusätzliche Faktoren – wenn auch von Land zu Land unterschiedlich – eine wichtige Rolle gespielt und dürften die Reaktionen des Finanzsystems auf

Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung¹

	Jahr	Beiträge zur Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung:					Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung ⁶
		Kreditaufnahme des privaten Sektors ²	Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors ³	Gesamte inländische Kreditaufnahme bei Banken	Nettoauslandsforderungen ⁴		
					Sonstige Beiträge ⁵		
Dezember gegen Vorjahr in Prozentpunkten						Prozent	
USA	1980	4,9	0,9	5,8		4,5	10,3
	1981	3,8	0,0	3,8		8,6	12,4
	1982	3,4	0,9	4,3		5,7	10,0
	1983	3,1	2,3	5,4		4,6	10,0
Kanada	1980	14,5	- 0,1	14,4	0,0	3,5	17,9
	1981 ⁷	24,7	2,0	26,7	- 2,6	- 8,3	15,8
	1982	0,3	1,1	1,4	1,5	5,1	8,0
	1983	- 6,3	4,1	- 2,2	0,2	5,5	3,5
Japan	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	- 1,3	7,9
	1983	8,4	0,5	8,9	0,5	- 2,1	7,3
Großbritannien	1980	17,9	4,9	22,8	- 0,8	- 2,4	19,6
	1981	17,1	- 0,8	16,3	0,4	- 3,1	13,6
	1982	21,1	- 6,1	15,0	- 2,8	- 1,7	10,5
	1983	14,0	1,0	15,0	- 0,6	- 3,1	11,3
Frankreich	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	14,3	2,1	16,4	- 3,2	- 1,7	11,6
	1983	9,1	3,3	12,4	0,4	- 1,8	11,0
Deutschland (BR)	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
	1983	11,0	2,5	13,5	0,7	- 8,9	5,3
Italien	1980	7,0	12,5	19,5	- 2,1	- 0,1	17,3
	1981	4,5	12,5	17,0	0,4	- 1,5	15,9
	1982	3,8	15,2	19,0	- 0,6	- 1,2	17,2
	1983	4,5	10,9	15,4	0,8	- 1,6	14,6
Belgien	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	1,5	11,6	13,1	- 7,4	1,5	7,1
	1983	2,9	15,8	18,7	- 8,7	- 1,9	8,1
Niederlande	1980	17,8	4,2	22,0	- 3,7	-14,5	3,8
	1981	10,1	3,7	13,9	3,8	-12,4	5,3
	1982	5,3	4,0	9,3	3,9	- 5,6	7,6
	1983	6,9	4,7	11,6	2,3	- 3,5	10,4
Schweden	1980	10,8	14,1	24,9	- 2,6	-10,0	12,3
	1981	9,7	15,2	24,9	- 3,2	- 7,8	13,8
	1982	12,3	8,4	20,7	- 2,7	-10,3	7,8
	1983	9,4	7,4	16,8	- 0,2	- 8,5	8,1
Schweiz	1980	10,0	0,0	10,0	0,5	- 6,2	4,3
	1981	8,4	0,4	8,8	- 0,9	- 3,7	4,2
	1982	3,1	0,0	3,1	2,8	- 0,6	5,3
	1983	5,3	0,1	5,4	0,3	0,6	6,3

¹ Auf der Basis von unbereinigten Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. ² USA, Kanada und Schweiz: nur Kredite der Geschäftsbanken. ³ USA: nur von Geschäftsbanken gehaltene Papiere des Schatzamts; Frankreich: nur Zentralregierung. ⁴ USA: nur Geschäftsbanken; Kanada: Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegenüber Gebietsansässigen und Gebietsfremden; Frankreich: nur Bank von Frankreich; Schweiz: nur amtliche Reserven. ⁵ Einschließlich nichtmonetärer Verbindlichkeiten der Banken. ⁶ Kanada, Frankreich, Belgien und Niederlande: M₂; Japan: M₂ und CDs; USA, Deutschland, Italien, Schweden und Schweiz: M₃; Großbritannien: Sterling-M₃. ⁷ Oktober gegen Vorjahr.

Änderungen in der Kreditnachfrage bis zu einem gewissen Grad gewandelt haben. Erstens hat die Festlegung von Geldmengenzielen in einigen Ländern dazu geführt, daß die Bewegung der Bankkredite in ihrer Tendenz die verfolgte Geldpolitik und

die angewandten Steuerungstechniken direkter widerspiegelt. Zweitens wurden Veränderungen in Niveau und Zusammensetzung der gesamten Ausleihungen der Banken von der Höhe des öffentlichen Defizits beeinflusst, wenngleich in einigen Ländern die Einführung neuer Arten der Verschuldung – die darauf abzielen, Mittel von privaten Nichtbanken anzuziehen – diesen Effekt gemildert hat. Drittens haben weitere Initiativen zum Abbau von Reglementierungen innerhalb des Finanzsystems zu einer Veränderung der Wettbewerbsgrenzen zwischen Banken, anderen Finanzinstitutionen und -märkten geführt. In einigen Fällen versetzte dies die Banken in die Lage, unter besser übereinstimmenden Startbedingungen mit neuen Institutionen konkurrieren zu können, die gerade als Herausforderung des Bankensystems gegründet worden waren.

Unter diesen Umständen dürften daher Änderungen bei den Bankkrediten nicht nur Angebots- und Nachfrageeinflüsse, sondern auch institutionelle Entwicklungen widerspiegeln. Dies kann der Tabelle auf S. 51 entnommen werden, die die Bewegungen der Bankkredite in den letzten Jahren und die Ergebnisse für 1983 zeigt.

Demnach war unter den vier Ländern, die einen relativ ausgeprägten Rückgang des Beitrags der Bankkredite zum Wachstum der weit definierten monetären Aggregate verzeichneten, die Abnahme in Kanada hauptsächlich auf die ungünstigen konjunkturellen Bedingungen zurückzuführen. In Schweden war die Nachfrage nach Bankkrediten ebenfalls schwächer, hauptsächlich jedoch, weil die Unternehmen einen Teil ihres Gewinnanstiegs zur Schuldentilgung benutzten. In Frankreich war der Rückgang des Beitrags der Bankkredite ein Ergebnis sowohl der restriktiveren Politik als auch der ungünstigeren Konjunkturlage, während in Italien neue Arten der Verschuldung dazu beitrugen, das Defizit des öffentlichen Sektors außerhalb des Bankensystems zu finanzieren, und die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor sich aufgrund der schwachen Nachfrage verlangsamte.

Auf der anderen Seite lagen offenbar in den Ländern, die einen höheren Beitrag der Bankkreditgewährung verzeichneten, die wesentlichen Bestimmungsgründe auf der Nachfrageseite. In den USA und Belgien stieg die direkte und indirekte Finanzierung des öffentlichen Defizits durch die Banken, und in den Niederlanden und der Schweiz leistete die private Nachfrage nach Bankkrediten einen wichtigen Beitrag zum Geldmengenwachstum. In den verbleibenden Ländern war der Beitrag der Bankkredite im Vergleich zum Jahr 1982 weitgehend unverändert, wobei in Großbritannien der Anteil der Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor stieg, in Deutschland dagegen zurückging, was sowohl weitere Einsparungen im Bereich der öffentlichen Haushalte wie auch eine erhöhte Kreditaufnahme außerhalb des Bankensystems widerspiegelte.

Erwähnenswert ist daneben, daß in einer Reihe von Ländern, in denen ein geringeres oder unverändertes Wachstum der inländischen Kreditvergabe zu beobachten war (Japan, Großbritannien, Frankreich, Italien und Schweden), die Nettoauslandsforderungen des Bankensystems stärker zunahmten bzw. weniger abnahmen als im vorangegangenen Jahr. Ferner ist zu bemerken, daß in einigen Ländern (Japan, Deutschland, Frankreich, Italien und Belgien) eine verstärkte Ausweitung der nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken dazu beitrug, das Wachstum der weit definierten Geldbestände zu verlangsamen.

Das Finanzsystem als Ganzes. Was die Zusammensetzung der gesamten Finanzströme angeht, so war die Wiederbelebung der Aktienmärkte im letzten Jahr eine wichtige Entwicklung. Die Zunahme der Neuemissionen, die durch eine weltweite Hausse der Aktienkurse ausgelöst wurde, war – wie die Tabelle auf S. 54 zeigt – in den USA und Großbritannien besonders ausgeprägt. Obwohl die Unternehmen in Kanada, Deutschland, Frankreich, Belgien und Schweden insgesamt weniger stark auf Außenfinanzierungsmittel zurückgriffen, haben sie dennoch den Anteil der Aktienemissionen erhöht. Wenngleich die günstigeren Zukunftsperspektiven des Unternehmenssektors, zusammen mit den Bemühungen um eine Verbesserung der Bilanzstruktur, der wesentliche Beweggrund für diese Entwicklung gewesen zu sein scheinen, spielten doch auch spezielle Maßnahmen eine Rolle. In Belgien, Frankreich und Schweden wurden Aktienkäufe durch gesonderte Steuervorteile unterstützt. Institutionelle Änderungen, wie die Einführung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Parallelmärkten, die insbesondere kleineren Firmen einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt verschaffen, sind in den Niederlanden, Frankreich und Italien eingeführt worden bzw. sollen eingeführt werden. In Großbritannien scheint die Einführung von Investmentkonten wie auch das starke Wachstum des Freiverkehrsmarkts den allgemeinen Anstieg der Aktienfinanzierung ebenfalls unterstützt zu haben.

Institutionelle Änderungen und finanzielle Innovationen spielten auch eine wichtige Rolle bei der Entwicklung neuer Methoden zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten (die weiter unten untersucht werden) sowie bei der Stützung des Wohnungsbaus. So stieg z. B. der Anteil der Hypothekendarlehen in den USA unter dem Einfluß von Darlehensangeboten mit variablen Zinssätzen. Auch in Großbritannien hat der Anteil der Hypothekendarlehen stark zugenommen, was nicht nur den Aufschwung im Wohnungsbau, sondern auch den wachsenden Wettbewerb zwischen Banken und Bausparkassen widerspiegelt und auf eine gewisse Nutzung von Hypothekendarlehen zur Finanzierung laufender Ausgaben zurückzuführen ist.

Noch ein anderes Phänomen, das institutionellen wie auch sektoralen und konjunkturellen Entwicklungen zuzuschreiben ist, ist die wachsende Bedeutung der außerhalb des Bankensystems angebotenen Kredite. Teilweise aus Definitionsgründen, aber auch als Folge unterschiedlicher institutioneller Strukturen und Marktentwicklungen, weichen die durchschnittlichen Anteile der Nichtbankkredite von Land zu Land voneinander ab. Darüber hinaus gibt es auch große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, was die jüngsten Entwicklungen betrifft. So wurde die massive Ausweitung der Kreditnachfrage in den USA – wie die Tabelle auf S. 55 zeigt – hauptsächlich von den Banken befriedigt, und auch in Deutschland haben die Banken ihren Anteil am gesamten Kreditangebot erhöht. In Großbritannien, wo das gesamte Kreditangebot relativ zum Bruttosozialprodukt stieg, ging der Anteil der Bankausleihungen leicht zurück. Dies scheint hauptsächlich auf Entwicklungen in der ersten Hälfte des Jahres 1983 zu beruhen, als die Unternehmen vorübergehend ihre Kreditaufnahme auf den Kapitalmärkten erhöhten und mit den Erlösen Bankkredite tilgten. Die größte Zunahme im Anteil der Bankausleihungen hatten Belgien und die Niederlande aufzuweisen, doch im Falle Belgiens scheint dies nicht die Folge eines Anstiegs in der Grundtendenz der Kreditnachfrage gewesen zu sein. Vielmehr kann diese Entwicklung wohl einer Reduzierung der Kredite außerhalb

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren
nach Arten und Quellen

	1975/76	1980	1981	1982	1983 ¹
	in Prozent der gesamten Mittelbeschaffung				
USA					
Darlehen und Offenmarktpapiere	6,4	13,3	26,8	17,1	13,4
Hypothekarkredite	31,2	37,9	31,3	20,4	31,3
Anleihen und Wertpapiere	52,0	38,3	35,9	56,7	45,7
Aktien	4,5	3,6	- 3,1	2,8	5,3
Sonstige	5,9	7,0	9,1	3,0	4,3
Kanada					
Darlehen und Hypothekarkredite	49,6	50,7	53,0	- 6,5	4,7
Anleihen und kurzfristige Wertpapiere	26,4	39,0	31,2	76,2	75,2
Aktien	2,8	5,9	6,7	8,7	9,2
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	21,2	4,4	9,1	21,6	10,9
Japan					
Darlehen	69,7	60,2	61,3	65,9	64,2
Wertpapiere	28,0	35,8	37,0	30,3	33,5
Aktien	2,6	2,6	3,7	3,7	2,3
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	- 0,3	1,4	- 2,0	0,0	0,0
Deutschland (BR)					
Darlehen	66,6	71,9	66,7	57,2	67,5
darunter: langfristig und Hypotheken	59,0	48,1	47,6	43,4	55,1
Wertpapiere	10,9	0,8	0,5	18,4	16,1
Aktien	2,9	2,4	1,5	2,2	2,9
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	20,6	24,9	32,4	22,2	13,6
Frankreich					
Darlehen	76,0	75,5	70,0	64,1	62,3
darunter: langfristig und Hypotheken	54,7	54,2	44,4	44,3	45,4
Wertpapiere	12,6	9,9	16,0	25,9	26,7
Aktien	6,7	11,3	9,7	5,9	8,7
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	4,7	3,3	4,3	4,1	2,3
Großbritannien					
Darlehen	41,2	59,8	60,2	70,3	52,6
darunter: langfristig und Hypotheken	23,6	22,7	29,1	43,0	38,2
Wertpapiere	35,2	31,2	27,5	18,4	31,2
Aktien	4,9	2,8	4,8	2,7	4,3
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	18,7	6,2	7,5	8,6	11,9
Italien					
Darlehen	54,9	55,8	47,8	42,0	.
darunter: langfristig und Hypotheken	21,6	19,0	18,1	18,9	.
Wertpapiere	28,9	23,5	29,9	42,9	.
Aktien	5,5	6,2	7,9	8,8	.
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	10,7	14,4	14,4	6,3	.
Belgien					
Darlehen	40,3	25,8	12,8	6,6	4,5
Anleihen	45,6	26,1	15,1	34,7	49,3
Aktien	5,3	5,7	5,6	12,1	13,1
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	8,8	42,5	66,4	46,5	33,1
Niederlande					
Darlehen	86,0	84,4	78,9	65,7	54,6
Wertpapiere	13,3	14,9	20,9	34,2	43,6
Aktien	0,6	0,7	0,2	0,1	1,8
Schweden					
Darlehen	29,7 ²	20,0	9,3	15,5	.
Anleihen	28,1 ²	37,8	52,5	43,7	.
Aktien	6,4 ²	5,9	5,4	6,9	8,4
Kreditvergabe des öffentlichen Zentralhaushalts	7,8 ²	11,7	8,3	8,2	9,7
Sonstige, einschl. Kreditaufnahme im Ausland ..	28,1 ²	24,5	24,5	25,6	.

¹ Vorläufig. ² 1977.

des Bankensystems zugeschrieben werden wie auch einer Zunahme des Anteils am Haushaltsdefizit, der vom inländischen Bankensystem finanziert wurde.

In den übrigen in der Tabelle aufgeführten Ländern stieg 1983 der Anteil der an den Banken vorbeilaufenden Kreditströme, wobei jedoch die Gründe für den Anstieg wiederum von Land zu Land unterschiedlich ausfallen. In einigen Fällen mag er durch die schwache Nachfrage nach den üblicherweise von den Banken angebotenen Kreditarten zu erklären sein; in anderen Fällen beruht er auf Bestrebungen, die Bedeutung der Kapitalmärkte zu erhöhen. In Kanada gingen die Bankausleihungen letztlich wegen der ungünstigen konjunkturellen Lage und der Tilgungen von Bankkrediten durch die Firmen zurück. Auch in Schweden haben die Unternehmen inländische Bankkredite zurückgezahlt; ein zusätzlicher Faktor war jedoch das Bestreben der öffentlichen Instanzen, einen größeren Teil des Haushaltsdefizits außerhalb des Bankensystems zu finanzieren. Der letztere Einflußfaktor hat auch in Japan und Italien eine ausschlaggebende Rolle gespielt, wo die Kreditvergabe außerhalb des Bankensystems erheblich anstieg. In Frankreich schließlich kann die Zunahme des Anteils der Nichtbankkredite verschiedenen Maßnahmen zugeschrieben werden, die die Rolle der Kapitalmärkte bei der Befriedigung privater wie auch öffentlicher Kreditbedürfnisse stärken sollten.

Anteil der inländischen Bankkredite an der gesamten Kreditgewährung¹

	1975/76	1980	1981	1982	1983 ²
	in Prozent				
USA	19,8	29,3	21,0	23,7	24,8
Kanada	28,2	20,9	38,2	3,7	- 5,4
Japan	51,5	35,8	43,7	41,4	38,0
Deutschland (BR)	60,8	57,9	55,1	51,8	54,9
Frankreich	44,4	34,3	46,7	42,1	38,3
Großbritannien	32,7	39,2	31,8	36,2	34,2
Italien .....	.	58,0	41,5	54,6	.
Belgien	30,7	29,2	22,0	25,5	36,6
Niederlande	69,4	58,4	35,6	22,5	30,5
Schweden	45,1 ³	58,4	53,8	46,2	38,5

¹ Für alle Länder gemessen als der Geldmenge in weiter Abgrenzung gegenüberstehendes inländisches Bankkreditaggregat (s. Tabelle auf S. 51) in Prozent der gesamten Kreditaufnahme der inländischen nichtfinanziellen Sektoren. ² Vorläufig. ³ 1977.

Die Unterscheidung zwischen Bank- und Nichtbankkrediten ist, wie leicht einsichtig, nicht identisch mit dem Unterschied zwischen Geld- und Kreditmärkten einerseits und Kapitalmärkten andererseits. Ebenso hilft die Aufgliederung der Ausleihungen in große Gruppen von Finanzierungsformen nur wenig, wenn es um die Verdeutlichung der Verlagerungen zwischen kurz- und langfristigen Ausleihungen geht. Insgesamt betrachtet ist jedoch die Bestätigung hilfreich, daß die Mittelbeschaffung durch längerfristige Darlehen und Hypothekarkredite, Aktien und insbesondere von der öffentlichen Hand emittierte Wertpapiere im letzten Jahr an Bedeutung gewonnen zu haben scheint.

Finanzielle Innovationen

Im letztjährigen Jahresbericht wurde darauf hingewiesen, welch nachhaltigen Einfluß Finanzinnovationen auf die Refinanzierung der finanziellen Institutionen und allgemeiner ausgedrückt auf den Prozeß der Finanzintermediation im privaten Sektor ausüben. Der Rest dieses Kapitels ist als Ergänzung dieser Untersuchung der Finanzinnovationen im letzten Jahr gedacht und enthält eine Einschätzung der langfristigen Zukunftsperspektiven neuer Techniken zur Plazierung der sich auftürmenden Staatsschulden und zur Handhabung der stark gestiegenen Zinsrisiken durch den Handel mit Kontrakten über Financial Futures.

Staatsverschuldung

Die beträchtlichen Haushaltsdefizite seit Mitte der siebziger Jahre haben zu drastischen Veränderungen – die selbst als vom öffentlichen Sektor induzierte Innovationen anzusehen sind – im Einsatzverhältnis der finanziellen Instrumente, in institutionellen Abgrenzungen und in der Bedeutung marktabhängiger Zinssätze geführt. Die enorme Zunahme der Staatsverschuldung bewirkte insbesondere weitgehende Anpassungen im Finanzsektor zur Plazierung der Staatspapiere. Dies gilt für Länder wie etwa Italien, Spanien und Schweden, die sich zuvor auf die administrative Kontrolle der Kreditbestände der Finanzintermediäre – etwa in Form von Quoten für Investitionsuntergrenzen oder Obergrenzen für Ausleihungen an den privaten Sektor – verlassen hatten. Häufige Erhöhungen des obligatorisch zu haltenden Bestandes an Schuldtiteln des Staates und anderer Vorrangsektoren waren an der Tagesordnung, da die Regierungen versuchten, ihre eigenen Kreditkosten und die bestimmter Vorrangsektoren klein zu halten.

Die zusätzliche Kostenlast der obligatorischen Investitionen in Staatsschuldtiteln trug zusammen mit Versuchen der Finanzintermediäre, diese Kosten an ihre Kunden weiterzugeben, zur Einführung und weiteren Verbreitung weniger konventioneller Finanzierungsalternativen bei. Dieses Umlenken der Finanztransaktionen der Wirtschaftsteilnehmer von den bekannten nationalen Kanälen hin zu „freien“ Alternativen, den Euromarkt eingeschlossen, war eine deutliche Antwort auf die wachsenden Kosten, die die Nutzung der herkömmlichen inländischen Finanzmärkte mit sich brachte. Für die geldpolitischen Instanzen erschwerte ein solcher Wandel finanzieller Praktiken (ob er nun neue institutionelle Regelungen oder neue Finanzierungsformen nach sich zog) die Messung, Definition und Interpretation der Entwicklung der Geld- und Kreditaggregate.

Die Fülle der Schwierigkeiten beim Gebrauch nichtmarktmäßiger Techniken zur Plazierung der Staatsschulden im Inland (z. B. diejenigen, die in Japan zwischen der Regierung und den Mitgliedsbanken der Emissionskonsortien auftraten) und die wachsende Besorgnis über laufende und zu erwartende Wechselkurseinflüsse der überzogenen Auslandsverschuldung führten zu Revisionen der inländischen Verschuldungspolitik. Im Rahmen dieser geänderten Politik übertrug die staatliche Schuldenverwaltung den Marktteilnehmern eine größere Verantwortung für die Bewertung und Plazierung öffentlicher Papiere. Andererseits wurden stärker marktorientierte Techniken der staatlichen Schuldenverwaltung in einer Reihe von Län-

dern durch Versuche ergänzt, die Reglementierung des finanziellen Sektors durch Aufhebung von staatlichen Investitionsvorschriften, Zinsobergrenzen und Beschränkungen für Wertpapiertransaktionen auf Nebenmärkten zu vereinfachen. Drei neuere Beispiele einer solchen Lockerung der Kreditmarktkontrollen bilden Japan (wo die Banken ab Juni 1984 umlaufende staatliche Wertpapiere an ihre Kunden verkaufen können), Italien (wo die Praxis, Obergrenzen für neue Bankausleihungen zu setzen, seit Juni 1983 unterbrochen wurde) und Schweden (wo zu Beginn des Jahres 1984 Versteigerungen staatlicher Wertpapiere eingeführt wurden).

In der Tendenz ging die staatliche Schuldenverwaltung auf die Notwendigkeit ein, entsprechend den mit größerer Unsicherheit behafteten Erwartungen der Marktteilnehmer im Angebot von öffentlichen Schuldtiteln verstärkt auf kürzere Laufzeiten zurückzugreifen. In einigen Ländern sprachen jedoch geldpolitische Überlegungen gegen die Ausgabe kurzfristiger Staatspapiere – so in den Niederlanden, wo die geldpolitischen Instanzen in ihrer Überwachung auf weit definierte Geld- und Liquiditätsaggregate abstellen. Diese postulierten Beschränkungen für die Verwaltung der Staatsschulden entsprachen der Ansicht, daß die öffentliche Ausgabe kurzfristiger Schatzpapiere die geldpolitische Konzeption unnötig stören und die Ausführung der Geldpolitik möglicherweise erschweren würde. Ein zweites Argument, das von Währungsbehörden gegen die Ausgabe von Schatzwechseln vorgebracht wurde, lag in der Notwendigkeit, die Attraktivität kurzfristiger Anlagen zu begrenzen, um die Entwicklung ihrer Währung hin zu einem internationalen Anlagemedium unter Kontrolle zu halten. Auf der anderen Seite haben einige geldpolitische Instanzen den Aufbau eines inländischen Marktes für Schatzwechsel gefördert. Diese Unterstützung fand ihren konkreten Ausdruck in angekündigten Zielsetzungen, zu geldpolitischen Steuerungssystemen überzugehen, die zur Plazierung der öffentlichen Schuldtitel und zur marktmäßigen Festlegung der Zinssätze auf das gesamte Laufzeitenspektrum zurückgreifen.

Der hohe öffentliche Finanzierungsbedarf hat auch das Erreichen nachrangiger finanzpolitischer Ziele erleichtert, die andernfalls wohl nicht nachdrücklich verfolgt worden wären. So wurde z.B. in Deutschland ein neues Verschuldungsinstrument des öffentlichen Sektors mit niedrigen minimalen Zeichnungsbeträgen eingeführt, um das Gesamtniveau der realen Zinserträge anzuheben, die die deutschen privaten Haushalte für ihre Ersparnisse erzielen können. Diese fünfjährigen speziellen Anleihen (Bundesobligationen), die erst seit 1979 ausgegeben werden, machten Ende 1983 in Deutschland 14% der bestehenden Verschuldung des Bundes aus. Die Anziehungskraft dieser Titel für die privaten Haushalte lag darin, daß sie – anders als die Sparkonten – eine am Markt orientierte Verzinsung bieten. Die traditionellen Spareinlagen reagierten auf die Wettbewerbs herausforderung dieser Finanzinnovation des öffentlichen Sektors mit einer Verbesserung der den privaten Haushalten angebotenen Konditionen.

Zinsrisiko

Die starken Zinsschwankungen der letzten Jahre brachten die Folgen finanzieller Risikoengagements, wie sie etwa mit der breiteren Nutzung variabel verzinslicher Bankkredite verbunden sind, deutlicher ins Bewußtsein der Wirtschaftsteilnehmer.

Als ein Mittel zur Handhabung solcher Risikoengagements wurden Techniken entwickelt, die darauf abzielen, Wechselkurs- und Zinsrisiken auf solche Personen zu transferieren, die eher bereit oder in der Lage sind, sie zu tragen. In dieser Hinsicht lag die wesentlichste finanzielle Innovation in der Organisation von Börsen für den Handel mit Kontrakten in Zins- und Devisen-Futures. Die folgende Untersuchung konzentriert sich auf den Handel mit Zins-Futures.

Organisation des Handels mit „Futures“. Zins-Futures-Kontrakte (Zins-Terminkontrakte, Zins-Futures) sind standardisierte Vereinbarungen zwischen Käufer und Verkäufer, einen festgelegten, „runden“ Betrag eines bestimmten Finanzierungsinstruments, etwa eine dreimonatige Eurodollartermineinlage von 1 Mio., zu einem festgesetzten zukünftigen Zeitpunkt zum vereinbarten Preis zu übertragen. Jeder Handel mit solchen Zins-Terminkontrakten muß im Handelsraum einer Börse abgeschlossen werden, wo die Preise aller stattfindenden Transaktionen sofort durch die Börsenverwaltung allen anderen Marktteilnehmern bekannt gemacht werden. Diese Form des Handels wird als „öffentlicher Ausruf“ bezeichnet.

Ein wesentliches Merkmal der Futures-Börse liegt darin, daß zwar jeder Kontrakt einen Käufer und einen Verkäufer voraussetzt, daß deren Verpflichtungen aber nicht gegeneinander bestehen, sondern jeweils gegenüber der Clearingstelle der Börse. Die Clearingstelle garantiert die Durchführung jeder Transaktion, die in der Börse vereinbart wurde. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Freiverkehrs- und Telefonverkehrsmärkten, wie etwa dem internationalen Interbankgeldmarkt, wo keine Möglichkeiten zum „poolen“ von Kreditrisiken bestehen.

Die Glaubwürdigkeit der Ausführungsgarantien einer Clearingstelle gründet sich auf ein System von Einschußverpflichtungen („margin requirements“), die den Teilnehmern am Futures-Handel auferlegt sind. Sowohl Käufer als auch Verkäufer von Futures-Kontrakten haben einen Einschuß zu leisten, um ein Sicherungspolster gegen ungünstige tägliche Preisbewegungen ihrer ausstehenden (offenen) Position in Futures-Kontrakten aufzubauen. Das Futures-Konto jeder Partei wird täglich entsprechend den Gewinnen und Verlusten angepaßt, und bevor die neue Börsensitzung beginnt, werden jedem Konto die entsprechenden Beträge gutgeschrieben oder belastet, um den täglichen Ausgleich vorzunehmen.

Mögliche Beiträge. Um die möglichen Beiträge der Märkte für Zins-Futures zur Weiterentwicklung des Finanzsystems zu verstehen, muß man zunächst die wirtschaftlichen Eigenschaften der Futures-Kontrakte untersuchen: Sie könnten erstens Transaktionen auf (Kassa-)Märkten für Geld- und Kapitalmarktpapiere ersetzen; zweitens die Beziehungen zwischen den Maßeinheiten des Gesamtvermögens und den Zinssätzen ändern; drittens die Wirtschaftsteilnehmer vor Änderungen der Opportunitätskosten schützen, die die Bewegungen des Zinsniveaus mit sich bringen, und viertens die Effektivität der zugrundeliegenden Kassamärkte beeinflussen.

Erstens gibt es für verzinsliche Wertpapiere keinen Futures-Kontrakt, dessen wirtschaftliche Merkmale nicht auf den Kassamärkten nachvollzogen werden könnten. Die Märkte für Financial Futures werden gebraucht, weil sie für standardisierte (nicht individuell festlegbare) Arten von Kontrakten niedrigere Transaktionskosten anbieten. Die Börsen für Futures-Kontrakte schaffen organisierte Märkte für den

Handel eines bestimmten Kontrakts – etwa für Dreimonats-Eurodollartermineinlagen – nur dann, wenn das voraussichtliche Handelsvolumen die anfallenden tatsächlichen Kosten für den Aufbau des Handelsverkehrs zu rechtfertigen scheint. Als Konsequenz dieser Anforderung ist die tatsächliche Anzahl der gehandelten Terminkontrakte begrenzt, da zu viele Kontraktarten tendenziell die Transaktionskosten erhöhen. Tatsächlich gibt es zur Zeit nur etwa zehn Typen von aktiv gehandelten Zins-Futures-Kontrakten. Darüber hinaus ist für jeden dieser Kontrakte die Zahl der möglichen Erfüllungsmonate („Auslieferungsmonate“) auf höchstens vier pro Jahr begrenzt, wobei nur Kontrakte gehandelt werden, die spätestens in drei Jahren zu erfüllen sind. Die Märkte für Zins-Futures bieten daher nur begrenzte Möglichkeiten zur Absicherung spezieller Zinsrisiken der Wirtschaftsteilnehmer. Betrachten wir z.B. den Schuldner eines variabel verzinslichen Darlehens, dessen Zinskosten sich nach dem Dreimonats-LIBOR-Zins richten. Die Erfahrung hat gezeigt, daß die Absicherungseffizienz des Verkaufs eines Eurodollar-Futures-Kontrakts für einen solchen Schuldner in negativer Korrelation zu der Zeitspanne steht, die zwischen dem Datum der nächsten Anpassung des Darlehenszinses und dem darauffolgenden Erfüllungszeitpunkt der Eurodollar-Futures liegt.

Zweitens läßt die Existenz eines Marktes für Zins-Futures das Gesamtvermögen unbeeinflußt. Nur einzelne Wirtschaftsteilnehmer können die Beziehungen zwischen dem Wert ihrer Finanzanlagen und den Zinssätzen durch den Handel mit Zins-Futures-Kontrakten ändern. Das Ergebnis eines Handels mit Zins-Futures kann also nur in einer Neuverteilung des Zinsrisikos zwischen den Wirtschaftsteilnehmern liegen.

Drittens schützt die Absicherung von Zinsrisiken über die Märkte für Zins-Terminkontrakte die Teilnehmer nicht vor Änderungen der Zinssätze, die sich einmal ergeben haben. Um diesen Sachverhalt zu verdeutlichen, sei eine Firma unterstellt, die mit variabel verzinslichen Bankdarlehen finanzierte Vorräte hält. Durch den Verkauf von Futures-Kontrakten schützt sich das Unternehmen bezüglich der Kosten seiner Vorratsfinanzierung gegen einen möglichen Anstieg der Zinssätze für Bankkredite („hedging“). Sei nun ein solcher Anstieg der Bankzinsen angenommen, so würde der Gewinn aus der Futures-Position das Unternehmen tendenziell in die Lage versetzen, seine bestehenden Vorräte zu den gleichen Kosten zu finanzieren, als wären die Zinssätze gleich geblieben. Eine gewinnmaximierende Firma würde jedoch nach wie vor den Wunsch haben, infolge der nunmehr höheren Zinskosten der Vorratshaltung ihre für die Zukunft geplanten Vorratsbestände zu reduzieren.

Viertens kann die Einführung von Märkten für Zins-Futures die Effizienz der Kassamärkte der Schuldtitel beeinflussen. Empirische Studien haben ergeben, daß der Handel mit Zins-Terminkontrakten im Durchschnitt entweder zur Stabilisierung der Preise auf den Kassamärkten beigetragen hat oder deren Stabilität nicht beeinflußte. Die Untersuchungen ergaben ferner, daß die Preisveränderungen für Futures-Kontrakte in Eurodollar- und inländischen US-Geldmarktinstrumenten gleichzeitige Bewegungen zeigen, während eine solche Beziehung für die Preisveränderungen auf den zugrundeliegenden Kassamärkten nicht zu finden war. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, daß die Einrichtung der Futures-Märkte für diese

Geldmarktinstrumente die Integration zwischen dem Inlandsgeldmarkt der USA und dem Eurodollarmarkt verstärkt haben könnte.

Entwicklung des Handels mit Zins-Futures

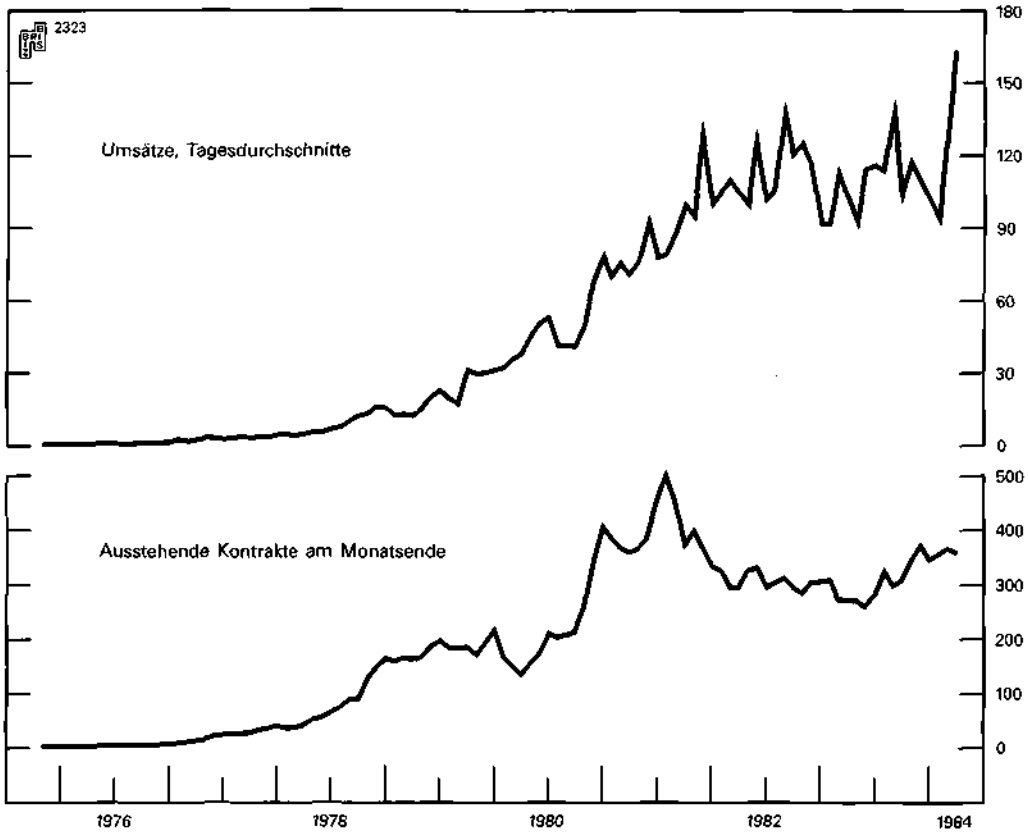
Vorreiter im Handel mit Zins-Terminkontrakten über auf US-Dollar lautende Geldmarktinstrumente waren Mitte der siebziger Jahre die beiden Warenbörsen in Chicago. Bis zum Ende der siebziger Jahre stieg das Handelsvolumen an den beiden Börsen nur mäßig. Seitdem hat sich der Umfang des täglichen Handels sprunghaft von weniger als 20 000 auf über 160 000 Kontrakte erhöht, die einem Nennwert von über \$ 40 Mrd. entsprechen. Es ist jedoch bemerkenswert, daß die gesamte offene Position in Zins-Futures (Anzahl der laufenden Kontrakte) keinen ähnlich stark steigenden Trend aufweist. Tatsächlich lag die Gesamtsumme der offenen Positionen bei Zins-Futures zum Ende des ersten Quartals 1984 mehr als 25% unter dem Mitte 1981 erreichten Höchstwert. Diesem Rückgang entsprach eine noch größere Abnahme der laufenden Positionen in langfristigen Zins-Futures, worin höchstwahrscheinlich eine größere Übereinstimmung der Marktteilnehmer hinsichtlich der weiteren Entwicklung der langfristigen Dollarzinsen zum Ausdruck kommt.

Märkte für Zins-Futures-Kontrakte außerhalb Chicagos waren in den USA nicht erfolgreich. Insbesondere der „New York Futures Exchange“, die 1980 eröffnet wurde, gelang es für keinen der vier angebotenen Zinskontrakte, ein Handelsinteresse zu wecken. Nichtsdestoweniger scheint sich der Handel mit auf US-Dollar oder Pfund Sterling lautenden Zins-Futures in der seit kurzem (1982) eröffneten „London International Financial Futures Exchange“ sehr gut durchgesetzt zu haben. Auch für auf australische und kanadische Dollar lautende Finanzierungsinstrumente wurde auf inländischen Börsen ein Handel mit Zins-Futures organisiert. Mit der Eröffnung der „Singapore International Monetary Exchange“ zur Jahresmitte 1984 ist eine weitere Ausweitung des Handels mit Eurodollar-Futures-Kontrakten – einschließlich einer gegenseitigen Verrechnungsmöglichkeit mit einer der beiden Futures-Börsen in Chicago – vorgezeichnet.

Beteiligung der Banken. Die Banken beteiligen sich nunmehr aktiv am Handel mit Zins-Futures, primär im Rahmen der Verwaltung ihrer eigenen Geldmarkt- und Wertpapierposition, andererseits aber auch im Auftrag von Kunden. Wie groß die Internationalisierung im Handel mit Futures-Kontrakten ist, zeigt die gemeldete Teilnahme von 47 nicht in den USA ansässigen Banken aus 15 Ländern.

Die Daten über laufende offene Positionen in der nachstehenden Tabelle lassen darauf schließen, daß Banken inner- und außerhalb der USA Zins-Futures in Zusammenhang mit der Verwaltung ihrer Anlagen am Eurodollarmarkt benutzen. Die sehr hohen „long“-Positionen (Käufe von Eurodollar-Futures) der außerhalb der USA ansässigen Banken im Nominalwert von rund \$ 22 Mrd. am Ende des ersten Quartals 1984 dürften hauptsächlich auf solche Banken entfallen, die sich gegen die Zinsrisiken ihrer von Kunden erhaltenen Eurodollareinlagen durch den Kauf von Eurodollar-Futures-Kontrakten statt durch Interbanktransaktionen absichern

Handelsvolumen in Zins-Futures*
Anzahl der Kontrakte in Tausend



* Gesamtsumme von sechs Zins-Futures-Kontrakten, die am Chicago Board of Trade und am International Monetary Market gehandelt werden.

Geschäftsbankenbeteiligung an Zins-Futures-Märkten in den USA

Kontrakte	In den USA ansässige Banken	Nicht in den USA ansässige Banken	Insgesamt
	Anzahl der Banken mit gemeldeten offenen Positionen im Jahr 1983 ¹		
Kurzfristig			
Eurodollareinlagen	33	34	67
US-Schatzwechsel	40	20	60
US-Inlandseinlagenzertifikate	34	11	45
Langfristig			
US-Schatzobligationen	35	19	54
GNMA ²	19	1	20
US-Schatzanweisungen	24	4	28
Alle Kontraktarten	64	47	111

¹ Auf der Basis von Angaben über offene Positionen von Händlern, die Untergrenzen der Berichtspflicht für die jeweilige Kontraktart überschreiten. ² „Government National Mortgage Association“, eine amerikanische Behörde, die die Emission grundpfandrechtlich gesicherter Wertpapiere genehmigt, deren Verzinsung und Tilgung staatlich garantiert ist.

wollen. Der Anteil der in den USA ansässigen Banken bei den drei langfristigen Zins-Futures spiegelt ihre Beteiligung am Handel mit amerikanischen Schatzpapieren wider.

Verteilung der offenen Positionen in
US-Zins-Futures-Kontrakten am Ende des ersten Quartals 1984

Kontrakte	Gesamter Nennwert der offenen Positionen	Verteilung der offenen Positionen ¹					
		Käufe			Verkäufe		
	in den USA ansässig	nicht in den USA ansässig	Sonstige	in den USA ansässig	nicht in den USA ansässig	Sonstige	
	Milliarden US-Dollar	in Prozent der Gesamtsumme					
Eurodollareinlagen	62,0	28	36	36	14	1	85
US-Schatzwechsel	48,8	10	1	89	9	1	90
US-Inlandseinlagenzertifikate	31,0	19	2	79	16	1	83
US-Schatzobligationen	15,8	7	0	93	9	0	91
GNMA ²	3,7	2	0	98	5	0	95
US-Schatzanweisungen	2,2	13	0	87	7	0	93

¹Auf der Basis von Angaben über offene Positionen von Händlern, die Untergrenzen der Berichtspflicht für die jeweilige Kontraktart überschreiten. ²„Government National Mortgage Association“, eine amerikanische Behörde, die die Emission grundpfandrechtlich gesicherter Wertpapiere genehmigt, deren Verzinsung und Tilgung staatlich garantiert ist.

Insgesamt betrachtet zeigten Banken innerhalb wie außerhalb der USA ein wachsendes Interesse daran, Positionen in Futures-Kontrakten wie auch Interbankpositionen zu benutzen, um ihr Zinsrisiko unter Kontrolle zu halten. Einerseits wurden auf den Futures-Märkten die Provisionen reduziert und die Liquidität verbessert, andererseits erscheinen die Positionen in Futures-Kontrakten nicht in den Bilanzen der Banken. Die Verwendung von „Futures“ reduziert tendenziell die Beschränkungen durch marktmäßige und staatliche Auflagen, denen die Banken hinsichtlich der Anpassung ihrer Bilanzpositionen unterworfen sind. Einige Beobachter halten diese Vorzugsbehandlung der Futures-Kontrakte verglichen mit dem Interbankhandel deshalb für gerechtfertigt, weil die Kreditrisiken auf den organisierten Futures-Märkten durch das Verfahren des täglichen Ausgleichs kleiner sind.

Weiteres Wachstum. Wichtige Wertpapierbörsen in Deutschland, Japan und der Schweiz haben die Möglichkeiten des Aufbaus eines Handels mit Zins-Futures, die auf D-Mark bzw. Yen und Schweizer Franken lauten, untersucht. Direkte Zins-Terminkontrakte würden – abgesehen von anderen Alternativen der Risikostreuung und -kontrolle in diesen drei Währungen – mit dem kombinierten Handel von Devisen- und Zins-Futures an den etablierten Börsen in Chicago und London im Wettbewerb stehen. Die in Frage kommenden Organisatoren dieser Börsen sind sich bewußt, daß die Festlegung von Kapital in Organisationsversuchen sehr riskant ist, da die zugrundeliegende Nachfrage der Wirtschaftsteilnehmer nach speziellen Handhabungstechniken für finanzielle Risikopositionen groß genug sein muß, um die Kosten der Organisation und Aufrechterhaltung von Futures-Märkten zu recht-

fertigen. Insbesondere stellt sich die Frage der Notwendigkeit und Lebensfähigkeit von Märkten für Zins-Futures in Ländern, die in der Vergangenheit stabile Zinsverhältnisse aufgewiesen haben. Auf der anderen Seite wird argumentiert, daß sogar in diesen Ländern das Bewußtsein für Zinsrisiken in den letzten Jahren erheblich zugenommen hat. In Japan könnte zudem die Einführung eines Handels mit Zins-Terminkontrakten die Funktionsfähigkeit des staatlichen Wertpapiermarkts günstig beeinflussen.

Wirtschaftspolitische Implikationen der Futures-Märkte

Die Entwicklung von Märkten für Financial Futures hat für die Wirtschaftspolitik eine Reihe von Fragen aufgeworfen. Erstens geht es um die Auswirkungen, die solche Kontrakte auf die Funktionsweise der monetären Transmissionsmechanismen haben könnten. Zweitens geht es um den Einfluß der Futures-Märkte auf die Klarheit des Finanzsystems und drittens um die Auswirkungen des Handels mit Futures-Kontrakten auf die allgemeine Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.

Geldpolitik. Die breitere Teilnahme an und die größere Anzahl von Kontrakten auf den Futures-Märkten könnten – wie es andere finanzielle Innovationen auch getan haben – die Definition und Messung der verschiedenen weit definierten Geld- und Kreditaggregate nachhaltig beeinflussen. Daneben wurde auch das Argument vorgebracht, daß die Verfügbarkeit von Zins-Futures es traditionell zinsempfindlichen Sektoren der Wirtschaft ermöglichen könnte, sich von den Schwankungen der Zinssätze abzukapseln und damit die Gesamtwirkung der Geldpolitik zu beeinträchtigen. Dieses Argument hat jedoch, wie oben angemerkt, wenig Gewicht, da die Futures-Kontrakte die Opportunitätskosten der verschiedenen Handlungsaktivitäten nicht verändern.

Klarheit. Financial Futures reduzieren die Kosten der Risikopositionen, aber ihre Verfügbarkeit beeinflußt bzw. verfälscht die Entscheidungen der Wirtschaftsteilnehmer für ein mehr oder weniger großes Zinsrisiko nicht. Die Einführung von Zins-Terminkontrakten hat Besorgnisse geweckt, ob die finanzielle Berichterstattung in Hinblick auf bestehende Zinsrisiken noch angemessen ist. Insbesondere beschäftigen sich nunmehr die Instanzen der Bankenaufsicht mit dem Problem, wie die Zins-Futures-Position einer Bank in Rechnung gestellt werden soll, wenn es um die Messung ihres Zinsrisikos geht.

Allgemeine Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. In dem Ausmaß, wie die Futures-Märkte die für die Handhabung des Zinsrisikos erforderlichen Ressourcen reduzieren, senken sie auch die Gesamtkosten der Finanzmärkte. Die Verbreitung der Einsicht, daß Finanzterminkontrakte die Effizienz der Finanzmärkte erhöhen, führte zu Empfehlungen, verschiedene gesetzliche und administrative Beschränkungen, wie sie etwa die Aufsichtsbehörden der US-Bundesstaaten für Versicherungen vorschreiben, für Abschlüsse über Financial Futures abzubauen. Auf der anderen Seite wurde argumentiert, daß das Einverständnis öffentlicher Instanzen mit diesen Techniken der Risikohandhabung zu der Konsequenz führt, daß der Druck auf die geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträger nachläßt, eine eigene angemessene Politik zu verfolgen.

IV. GELDPOLITIK UND ZINSSÄTZE

Schwerpunkte

Die monetäre Entwicklung stand auch im vergangenen Jahr im Zeichen mittelfristiger Strategien zur Mäßigung der Inflation und Stabilisierung der Inflationserwartungen. Die Richtung dieser Entwicklung und die Veränderungen der monetären Aggregate waren jedoch in einigen Ländern aus vielerlei Gründen – vorheriger Rückgang von Inflation und Zinsen, anhaltende finanzielle Innovationen und internationale Kapitalbewegungen – schwer zu deuten. In den USA stiegen die wichtigsten Geldmengengrößen gegen Ende 1982 und zu Beginn des Jahres 1983 unter dem Einfluß der ausgeprägten Inflationsabschwächung, einer offenbar starken Nachfrage nach liquiden Guthaben zu Vorsorgezwecken und neuer bedeutender Finanzierungsinstrumente rasch an. Die Währungsbehörden waren jedoch bestrebt, diese Veränderungen angemessen zu berücksichtigen, so daß sich nach Ablauf des ersten Halbjahrs wieder eine stabilere Relation zwischen den Geldbeständen und der Wirtschaftstätigkeit einzustellen schien. Auch einige andere Länder verzeichneten im ersten Halbjahr 1983 hohe monetäre Wachstumsraten, die aber hauptsächlich auf Störfaktoren vorübergehender Art beruhten.

In den USA verstärkte sich die private Kreditnachfrage ab Jahresmitte, doch das Wachstum der wichtigsten Geldmengenaggregate verlangsamte sich unter dem Einfluß des wiedererstarnten Vertrauens von Wirtschaft und Verbrauchern und einer Modifizierung des geldpolitischen Kurses. Mit Beginn des neuen Jahres mußte dann die Geldpolitik angesichts des ungebrochenen Wirtschaftsaufschwungs und eines zunehmenden Nachfragedrucks die Furcht vor einer erneuten Inflationsbeschleunigung in ihr Kalkül einbeziehen. Auch in einigen anderen größeren Ländern schwächte sich das Geldmengenwachstum gegen Ende 1983 ab, und nahezu überall sahen die Geldmengenziele für 1984 eine eher maßvolle Ausweitung der Geldbestände vor.

In den USA sind die kurzfristigen und die langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr gestiegen. In mehreren europäischen Finanzzentren und in Kanada endete der Rückgang der kurzfristigen Sätze im Frühjahr 1983; danach ergaben sich insgesamt wenig Veränderungen. Bei festerem Dollarkurs begannen in Europa die Anleiherenditen im Gleichschritt mit den Zinssätzen in den USA anzusteigen, obwohl die konjunkturellen Erholungskräfte noch wenig ausgeprägt waren. In Japan ermäßigten sich 1983 die Zinssätze per saldo; daß der Rückgang nicht stärker ausfiel, ist auf Wechselkursüberlegungen zurückzuführen, die bei der Formulierung der Geldpolitik in Rechnung zu stellen waren. Anfang 1984, als der Dollarkurs nachgab, kam es in den USA zu einem weiteren Zinsanstieg, in einigen anderen Ländern hingegen zu Zinsrückgängen. Im Frühjahr trugen allerdings die höheren amerikanischen Zinssätze zu einer Festigung des Dollarkurses bei, und die Zinssätze in Großbritannien und Kanada stiegen.

Aufgrund fester Nominalzinssätze bei sinkenden Inflationsraten erhöhte sich im letzten Jahr das Realzinsniveau in vielen Ländern weiter. In den USA, wo der Anstieg besonders ausgeprägt gewesen zu sein scheint, schlug sich hierin unter anderem der enorme gegenwärtige und zukünftige staatliche Finanzierungsbedarf nieder ebenso wie die mit zunehmender Wirtschaftsbelebung wieder stärkere private Kreditnachfrage. Vor dem Hintergrund der finanzpolitisch induzierten Nachfragebelebung bildeten die hohen Realzinsen kein Hindernis für ein Wiederaufleben der privaten Investitionstätigkeit, sie begünstigten aber hohe Kapitalzuflüsse und trugen somit zur Stärke des Dollars und dadurch zum wachsenden Ungleichgewicht in der US-Leistungsbilanz bei. In anderen wichtigen Industrieländern wurden Schritte zur Verringerung der strukturellen Haushaltsdefizite unternommen, um so den Weg für eine Erholung der privaten Investitionen und das Wachstum der Wirtschaft zu ebnen. Unter normaleren Verhältnissen hätte eine solche Sparpolitik zu niedrigeren Realzinsen in Europa und Japan beitragen müssen. Statt dessen blieben diese in einigen Ländern unter dem Einfluß der Zinssätze in den USA und an den internationalen Finanzmärkten recht hoch und trugen zu einem weiterhin gedrückten Niveau der Anlageinvestitionen bei.

Entwicklung der Geldbestände und Änderungen in der Geldmengenpolitik

Die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen stand im letzten Jahr erneut unter dem Einfluß vielfältiger, sich ständig vorübergehend oder zufällig bemerkbar machender Faktoren. Daneben wurde die mittelfristige Grundausrichtung der Geldmengensteuerung nicht aus dem Auge verloren. Die Zielvorgaben zeigen, unabhängig davon, ob sie für mehrere Jahre oder jedes Jahr neu verkündet werden, die Absicht, ein systematisches oder fortgesetztes Abweichen von einem als richtig erkannten Kurs zu vermeiden. In keinem Land zielt die Geldmengenstrategie mehr auf eine Feinsteuerung der Aggregate innerhalb eines weniger als einige Monate oder Quartale umfassenden Zeitraums. Wenn jedoch die Geldmengenentwicklung vom Zielpfad abzuweichen scheint, stellt sich für die Währungsbehörden die Frage, ob die ursprüngliche Zielvorgabe weiterhin angemessen ist oder ob Änderungen im Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums erforderlich sind. Bei der Beantwortung der Frage müssen möglicherweise vielfältige Indikatoren Berücksichtigung finden. Im vergangenen Jahr unterschieden sich die aufgetretenen Störungen ihrem Wesen nach von Land zu Land. In den meisten Fällen schienen sie nur vorübergehender Natur zu sein, wenngleich in den USA der Einfluß eines Rückgangs der Inflationserwartungen auf die Geldnachfrage eine einmalige Anhebung des Niveaus der Geldbestände zu rechtfertigen schien. Im allgemeinen war die Hoffnung nicht unbegründet, daß sich die Schwierigkeiten überwinden ließen und Zielvorgaben, bei sorgfältiger Interpretation der zugrundeliegenden Einflüsse, auch künftig nützlich sein würden.

In mehreren Industrieländern schienen die wesentlichen monetären Gesamtgrößen in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres gemessen an der offiziellen Zielvorgabe lange Zeit über ziemlich rasch zu expandieren. In einigen Fällen, so in den USA, haben sich hier offenbar die Einflüsse der Desinflation auf die Inflationserwartungen sowie die Bereitschaft zum Halten liquider Geldbestände

niedergeschlagen. Freilich sind bei der Interpretation dieser Entwicklungen wichtige Unterschiede zu berücksichtigen. Vor allem fanden in den USA und in Großbritannien, bis zu einem gewissen Grad auch in einigen anderen Ländern, beträchtliche Veränderungen im Finanzsystem statt. In Deutschland hingegen wurde die monetäre Entwicklung durch binnen- und außenwirtschaftliche Störungen ganz anderer Art beeinflusst. In den USA wurden im Jahresverlauf die Zielvorgaben für einige Aggregate angepaßt, während sie in den anderen Ländern unverändert blieben. In Deutschland und den USA kam es zu einer Kurskorrektur in der Geldpolitik; die daraus resultierenden Zinsveränderungen blieben aber gering. Gegen Ende des Jahres 1983 und in den ersten Monaten des Jahres 1984 hielt sich dann jedoch das Geldmengenwachstum ziemlich im Rahmen der Zielvorgaben, obwohl sich die Wirtschaftstätigkeit in den meisten Fällen beschleunigte.

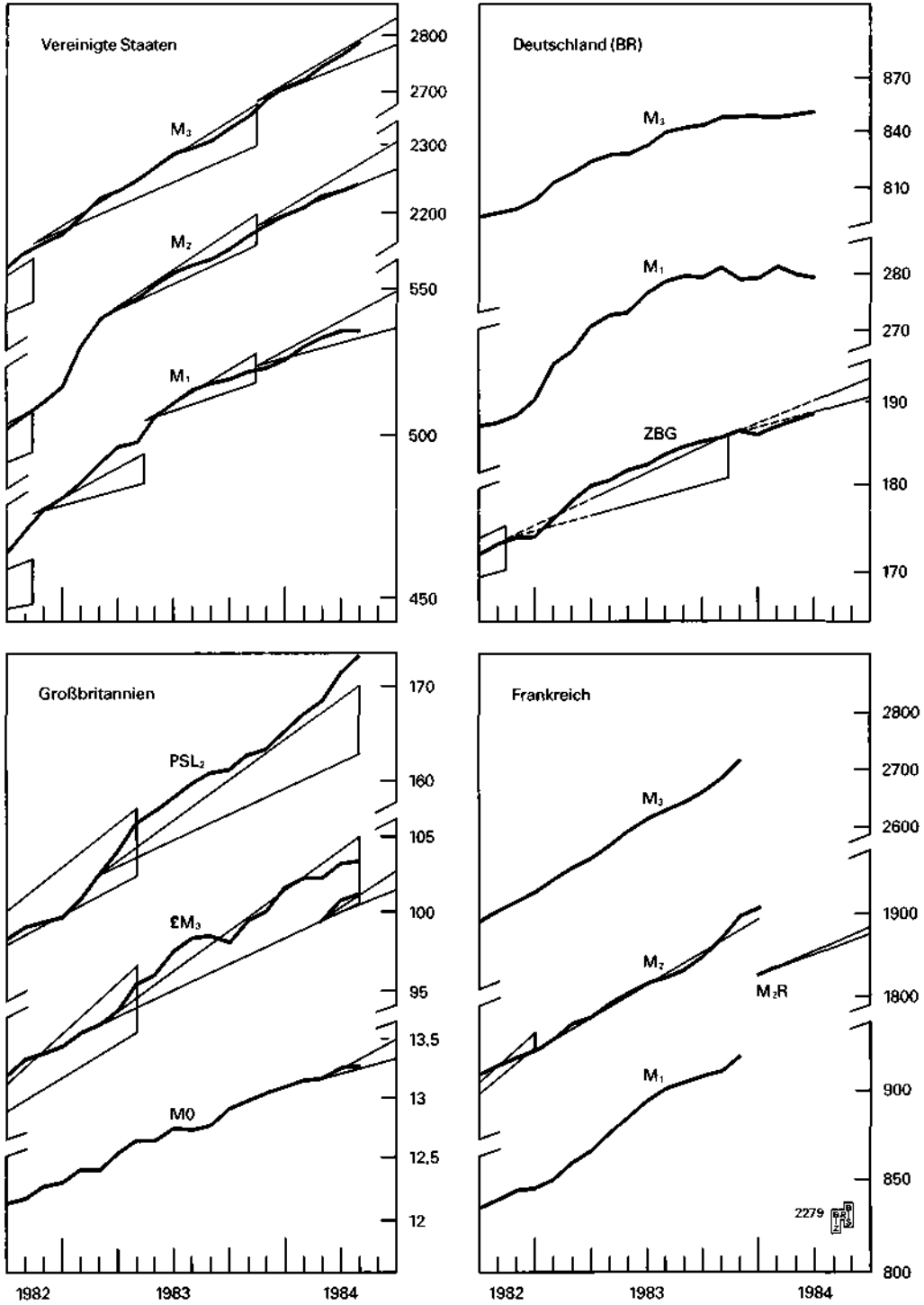
Die letztjährige monetäre Entwicklung in den *Vereinigten Staaten* muß vor dem Hintergrund finanzieller Innovationen und regulativer Veränderungen gesehen werden, die die Palette der dem Publikum offenstehenden Anlageformen erheblich ausgeweitet haben.

Die Geldbestände in enger Abgrenzung begannen während des Jahres 1982 im Umfeld von Rezession und stark rückläufigen Inflationsraten sehr rasch zu steigen und dem Anschein nach als geldpolitische Orientierungsgröße zunehmend an Verlässlichkeit einzubüßen. Nachdem um die Jahreswende 1982/83 zwei neue Arten verzinslicher Konten – „Super Now“ (negotiable order of withdrawal)-Konten und Geldmarkteinlagekonten – zugelassen worden waren, die die privaten Haushalte für Transaktionszwecke verwenden konnten, begann auch die Geldmenge M2 stark zuzunehmen. Aufgrund der Unwägbarkeiten in der gegebenen Situation fielen die von der amerikanischen Notenbank im Februar 1983 bezogen auf M1 und M2 für 1983 festgelegten Zielspannen mit 4–8 bzw. 7–10% höher und breiter aus als die 1982 gültigen Zielkorridore; für M2 wurden zudem die Monate Februar/März 1983 (statt wie üblich das vierte Quartal) als Bezugsbasis für das Wachstum bestimmt. Die Zentralbank verkündete, daß fürs erste M1 und die gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren gesteuert würden, aber nach wie vor auch der Entwicklung der breit definierten Geldbestände erhebliche Bedeutung zugemessen würde.

Im Frühjahr verhielt sich die Notenbank etwas weniger nachgiebig bei der Bereitstellung „nicht geborgter“ Bankreserven. Von Mai bis August stieg der Satz für Federal funds um etwa 1 Prozentpunkt. Im Juli wurde eine neue Basis für die Messung des Wachstums von M1 festgelegt, um zum Ausdruck zu bringen, daß die vorangegangene Ausweitung von M1 als einmaliger Vorgang anzusehen sei und weder rückgängig gemacht noch fortgesetzt werden sollte. Im zweiten Halbjahr verlangsamte sich die Zunahme dieses Aggregats, doch blieb die Wachstumsrate, wie revidierte Zahlen von Anfang 1984 erkennen ließen, nahe der Mitte des Zielkorridors.

Die für 1984 geltenden Geldmengenwachstumsspannen, die im Februar verkündet wurden, liegen $\frac{1}{2}$ –1 Prozentpunkt unter denen des Jahres 1983. Die Notenbank erklärte, daß für M1 zunächst weiterhin ein Wachstum nahe der Mitte des Zielkorridors als angemessen anzusehen sei. Im Rahmen ihrer Geldmengensteuerung würde sie nach wie vor den weit abgegrenzten Aggregaten erhebliches Gewicht beimessen.

Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung*
 Milliarden Einheiten der Landeswährung



* Aggregate definiert wie in der Tabelle auf S. 69; logarithmischer Maßstab. Frankreich: gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

Seit der Jahresmitte 1982 hat die amerikanische Zentralbank bei ihrer Geldmengensteuerung, obwohl nach wie vor an den Bankreserven orientiert, nicht automatisch auf kurzfristige Bewegungen der Geldmenge reagiert. Es wurden keine festen Ziele für Zinssätze festgelegt, doch schwankte der Federal-funds-Satz im allgemeinen erheblich weniger als im Zeitraum Oktober 1979 bis Juni 1981. Der Übergang zu einer aktuellen Berechnung der Mindestreserven im Februar 1984, wie sie bereits seit einiger Zeit vorgesehen war, soll eine bessere Steuerung der eng definierten Geldbestände auf kurze Sicht ermöglichen. Der Federal Reserve Board entschloß sich jedoch in Anbetracht der mit dieser Änderung verbundenen Unsicherheiten und der bei der Interpretation von Veränderungen von M1 noch immer bestehenden Unwägbarkeiten, keine entscheidenden Korrekturen an seinem Steuerungsverfahren vorzunehmen.

In *Deutschland* haben finanzielle Innovationen zu keinen ernsthaften Verzerrungen in der monetären Entwicklung geführt und vor allem nicht die Brauchbarkeit der Zentralbankgeldmenge als Zwischenzielgröße der Geldpolitik beeinträchtigt.

1982 hatte die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge in der oberen Hälfte des offiziellen Zielkorridors gelegen, so wie die Bundesbank es bei der Festlegung des Ziels beabsichtigt hatte, und zu Beginn des vergangenen Jahres war für 1983 ein ähnliches Ergebnis in Aussicht genommen worden. Die kräftige Geldmengenexpansion während der ersten Monate des vergangenen Jahres war, wie die Bundesbank damals erkannte, hauptsächlich auf Sondereinflüsse zurückzuführen, etwa auf Kapitalzuflüsse in Zusammenhang mit Wechselkursspannungen im Europäischen Währungssystem. Außerdem begannen jedoch die Bankausleihungen rasch zu expandieren, während das Wachstum der längerfristigen Einlagen bei Banken verhaltener verlief. Unter dem Einfluß eines Anziehens der Zügel am Geldmarkt schwächte sich vom Frühjahr an das Wachstumstempo der Geldbestände ab, so daß sich zuletzt die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge knapp innerhalb der für das gesamte Jahr gesetzten Zielspanne hielt. Die Obergrenze des für 1984 festgelegten Zielkorridors wurde gegenüber 1983 reduziert, wobei die neue Bandbreite jedoch genügend Raum dafür läßt, daß das Aggregat mit etwa derselben Rate wie im zweiten Halbjahr 1983 wachsen kann. In der Zeit von Januar bis März 1984 lag die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge recht niedrig.

In *Großbritannien* bewegte sich das Wachstum der meisten Geldmengenaggregate im Frühjahr und Sommer 1983 oberhalb der offiziellen Zielspanne, wobei die Aggregate weiter Abgrenzung recht deutliche Zuwächse verzeichneten. Ein Grund für diese Entwicklung scheint der verschärfte Wettbewerb zwischen den finanziellen Institutionen um Privatkundeneinlagen gewesen zu sein. Die Währungsbehörden berücksichtigten jedoch auch andere Indikatoren der monetären Verhältnisse und sahen davon ab, zinspolitisch gegenzuhalten; schließlich schwächte sich dann das Wachstum der Gesamtgrößen ab. Für die Zielperiode 1984/85 wurde für Sterling-M3 (in der neuen Definition ohne die Einlagen des öffentlichen Sektors) eine engere Bandbreite festgesetzt, und für ein eng definiertes Aggregat M0, das nur die Verbindlichkeiten der Währungsbehörden enthält – hauptsächlich den Bargeldumlauf –, wurde eine niedriger angesetzte Zielspanne bekanntgegeben. Die Verän-

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Wachstumsraten

	Geldmengen- oder Kreditaggregat ¹	Zielvorgabe ² für 1983 ³	Geldmengen- oder Kreditwachstum ⁴ 1983	Zielvorgabe ² für 1984 ³	Geldmengen- oder Kreditwachstum auf Jahresrate umgerechnete Quartalsdurchschnitte				
					1983				1984
					1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal
					Prozent ⁵				
USA	M ₁	5-9	7,2	4-8	9,4	12,0	12,9	10,0	8,5
	M ₂	7-10	8,3	6-9	12,5	13,3	12,7	12,1	8,4
	M ₃	6½-9½	9,7	6-9	10,6	10,4	9,7	9,7	9,2
	GVINS	8½-11½	10,6	8-11	9,1	10,0	10,1	10,6	11,5
Japan	M ₂ +CDs	7	6,8	8	6,7	7,4	7,6	6,8	7,8
Deutschland (BR) ...	ZBG	4-7	7,0	4-6	7,1	7,5	7,7	7,0	5,4
Frankreich	M ₂	9	10,2	5½-6½	11,4	9,8	8,1	9,7	.
Großbritannien	M ₀	-	-	4-8	3,9	6,3	6,3	6,4	5,8
	M ₁	7-11	10,5	-	11,6	15,2	13,2	11,2	11,3
	£-M ₃	7-11	10,0	6-10	9,8	11,0	10,8	9,9	10,1
	PSL ₂	7-11	12,1	-	9,3	11,4	12,3	12,1	12,3
Italien	GIK	18	20,6	17½	20,4	20,6	20,4	20,6	.
Schweiz	NBGB	3	3,6	3	7,6	2,4	2,6	2,0	1,1

¹ GVINS = gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge; £-M₃ = Sterling-M₃; PSL₂ = Privatsektorliquidität; GIK = gesamte inländische Kreditgewährung.
² Japan: nur Projektionen; Frankreich: Obergrenzen; Italien: die Prozentwerte basieren auf in Lirabeträgen ausgedrückten Obergrenzen.
³ USA (außer für M₁ und M₂ in 1983), Japan (1983) und Deutschland: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Italien: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Frankreich und Großbritannien: die Zielperioden basieren auf den Durchschnitten November-Januar bzw. auf Februar in den Jahren 1983 und 1984; Schweiz: Jahresdurchschnitte; USA: die für M₁ und M₂ für 1983 angegebenen Zielvorgaben wurden im Juli 1983 für die Zeiträume Februar-März (M₂) und zweites Quartal bis viertes Quartal (M₁) festgelegt; im Februar 1984 wurde die Definition von M₃ geändert und schließt jetzt Eurodollartermineinlagen von in den USA Ansässigen mit ein; Japan: für 1984 wird die Projektion vom zweiten Quartal zum zweiten Quartal angegeben; Frankreich: das Ziel für 1984 bezieht sich auf M_{2R}, das nur M₂-Aktiva Gebietsansässiger enthält; Großbritannien: für 1984/85 wurde die Definition von £-M₃ geändert und schließt nunmehr die Einlagen des öffentlichen Sektors aus.
⁴ Gleiche Berechnung wie bei Zielvorgaben.
⁵ Auf Jahresraten umgerechnet, wenn der Zeitraum nicht ein Jahr umfaßt.

derung dieser Aggregate wird im Lichte der Entwicklung von M₂ (unverzinsliche Transaktionskonten und Privateinlagen) und PSL₂ (Privatsektorliquidität) und anderer finanzieller Indikatoren wie dem Wechselkurs interpretiert. In seiner Budgetrede unterstrich zudem der Schatzkanzler erneut das Festhalten der Regierung am Ziel einer mittelfristigen Stabilisierung der Geldbestände, das bis 1988/89 mittels einer stufenweisen Senkung der jährlichen Richtwerte für die Geldmengenexpansion verwirklicht werden soll.

In Japan verzeichneten im vergangenen Jahr die Geldmenge M₂ und die Einlagenzertifikate (CDs) ein eher maßvolles und stabiles Wachstum. Obwohl die Wirtschaft nur verhalten expandierte, verschob die Bank von Japan eine Lockerung der Geldpolitik angesichts eines gegenüber dem US-Dollar schwachen Yen. Der Diskontsatz wurde im Oktober von 5½ auf 5% gesenkt. In Frankreich wurden die Bankkredite in engen Grenzen gehalten, und die Geldkapitalbildung der privaten Haushalte stieg kräftig. Im Umfeld einer Zunahme der offiziellen Währungsreserven sowie Störeinflüssen gegen Ende des Jahres stieg M₂ jedoch 1983 über die äußerst restriktive Obergrenze hinaus, die von der Regierung anlässlich der Verkündung des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms festgelegt worden war. Das Geldmengenziel für 1984 bezieht sich nur auf M₂-Geldbestände von Gebietsansässigen (M_{2R}) und ist auf eine ausgeprägte Abschwächung des Geldmengen- und Kreditwachstums angelegt. In der Schweiz beschleunigte sich im letzten Jahr das Wachstum der

monetären Basis ein wenig vor dem Hintergrund offizieller Interventionen am Devisenmarkt zu einer Zeit, als sich der Schweizer Franken gegenüber anderen europäischen Währungen festigte. Für 1984 wurde eine unveränderte Zielvorgabe angesetzt. In *Italien*, wo die Zielvorgabe die gesamte inländische Kreditgewährung betrifft, konnte das für 1983 gesteckte Ziel nicht eingehalten werden, da der staatliche Kreditbedarf erneut die offiziellen Schätzungen weit überstieg. Allerdings trug ein erheblicher Anstieg der Wertpapierbestände der privaten Haushalte zu einem gebremsten Wachstum von M2 und in geringerem Maße von M3 bei. Der obligatorische Plafond für die Bankkredite an den privaten Sektor wurde im Juni in der Absicht aufgehoben, in Zukunft die Geldmengen- und Kreditsteuerung mehr durch die Beeinflussung der Bankreserven vorzunehmen.

In einigen kleineren europäischen Ländern wie den *Niederlanden*, *Österreich* und *Dänemark* verzeichneten die wichtigsten Aggregate im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres hohe Wachstumsraten. In den meisten Fällen geschah dies jedoch vor dem Hintergrund sinkender Nominalzinsen und Inflationsraten, wozu eine eher an anderen Orientierungsgrößen ausgerichtete, unnachgiebige Geldpolitik beigetragen hatte. In *Dänemark*, wo M2 1983 um 24% stieg, gingen die Anleiherenditen im Vergleich zu den Einlagenzinsen stark zurück, wobei die Banken die veränderten Anlagepräferenzen der Privaten durch hohe Nettokäufe von Anleihen akkommodierten.

In den Ländern, in denen Zielvorgaben für die monetären Gesamtgrößen gelten, erwiesen sich die im vergangenen Jahr aufgetretenen Schwierigkeiten als überwindbar, und überall wurde die Nützlichkeit von Zielen für die Aggregate erneut bestätigt. In *Kanada*, wo die Steuerung der Geldmenge M1 1982 wegen anhaltender Finanzinnovationen eingestellt werden mußte, ging die Suche nach einem passenderen Aggregat im letzten Jahr weiter. In mehreren europäischen Ländern werden Zielvorgaben für Geldmengen- oder Kreditaggregate als hilfreiche Ergänzung der Bemühungen um eine Stabilisierung der Wechselkurse innerhalb eines regionalen Rahmens verstanden; in den USA zeigte sich in letzter Zeit, daß die Steuerung der Aggregate mit einer sehr viel größeren Stabilität der Zinssätze vereinbar ist, als sie in der Zeit vor Mitte des Jahres 1982 vorherrschte.

In den letzten Jahren wurden die verschiedensten geldpolitischen Verfahren als Alternative zur Geldmengensteuerung vorgeschlagen, darunter solche, bei denen die Geldpolitik an kurzfristige Ziele für das nominale Bruttosozialprodukt, die Rohstoffpreise oder die Realzinsen gekoppelt wäre oder sich an einer weltweiten Stabilisierung der Wechselkurse orientieren würde. All diese Variablen standen jedoch im abgelaufenen Jahr unter starkem Einfluß nichtmonetärer Störungen und Ungleichgewichte. Hätte man für sie unter den im letzten Jahr herrschenden Umständen Zielvorgaben formuliert, dann wäre wohl eine expansivere Geldpolitik die Folge gewesen, mit der die in den letzten Jahren bei der Stabilisierung der Inflationserwartungen hart erkämpften Fortschritte aufs Spiel gesetzt worden wären.

Geldmengenpolitik und Wirtschaftserholung

Der Zielrahmen für das Geldmengenwachstum ist in den einzelnen Ländern so bemessen, daß er Raum für ein bestimmtes reales Wirtschaftswachstum läßt.

Dies trifft jedenfalls dann zu, wenn die Inflationsrate innerhalb angestrebter Grenzen bleibt, die mit einer auf mittlere Sicht stetigen oder abnehmenden monetären Expansion vereinbar sind.

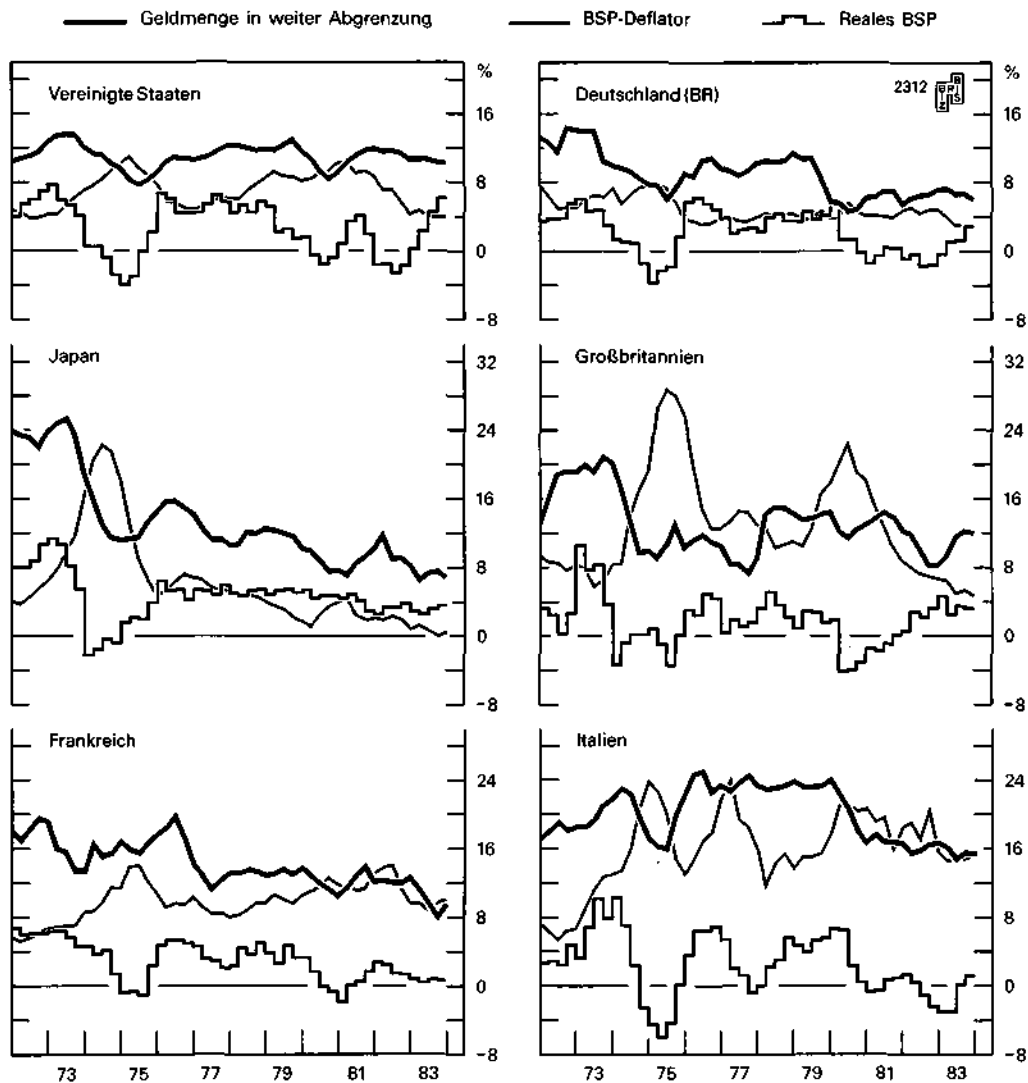
Im Rahmen der Geldmengensteuerung bestehen noch andere Möglichkeiten, wie die Geldpolitik eine beginnende Wirtschaftserholung – allerdings nur in recht engen Grenzen – stützen kann. In den Ländern, in denen die jährlichen monetären Zielvorgaben vom gesamtwirtschaftlichen Produktionspotential abgeleitet werden, wirken sie automatisch stimulierend, wenn das tatsächliche Produktionswachstum hinter der Ausweitung des Potentials zurückbleibt. Die Möglichkeit, verschiedene Bereiche der Zielspanne anzupeilen, kann einen gewissen Handlungsspielraum eröffnen. Es besteht allgemeine Übereinstimmung darin, daß sich in einigen Ländern die Beziehung der Geldbestände zum nominalen Bruttosozialprodukt – die Geldumlaufgeschwindigkeit – bei einem plötzlichen Rückgang der Inflationsrate dauerhaft und bei Vorherrschen einer labilen Finanzlage vorübergehend ändern kann. Die Geldpolitik in den USA hat derartigen Veränderungen in den vergangenen zwei Jahren Rechnung getragen.

In einem allgemeineren Zusammenhang gesehen bilden die Zinssätze das Bindeglied in der Beziehung zwischen Geldmenge, Produktion und Preisen. In dem Maße, wie die Geldpolitik darum bemüht ist, unnötige Zinsschwankungen zu vermeiden, akkommodiert sie tendenziell Veränderungen der Geldnachfrage über kurze Zeiträume hinweg. Die Währungsbehörden sind sich jedoch sehr wohl der Gefahren bewußt, die in dem Versuch liegen, einem durch Ungleichgewichte auf den Finanzmärkten und durch starkes Wirtschaftswachstum (das die Gefahr eines Wiederauflebens der Inflationserwartungen in sich trägt) ausgelösten Druck auf die Zinssätze standzuhalten. Gerade unter diesen Bedingungen aber können Geldmengenstrategien äußerst nützlich sein, indem sie das Vertrauen aufrechterhalten und außerdem dazu beitragen, daß die Notwendigkeit angemessener geldpolitischer Gegenmaßnahmen erkannt und allgemein verstanden wird.

In der Tat dürften die jüngsten monetären Entwicklungen bedeutsame Unterschiede gegenüber jenen in früheren wirtschaftlichen Erholungsphasen aufweisen. Dies wird durch die nachfolgende Grafik veranschaulicht, die die Wachstumsraten der breit definierten Geldmenge, der Produktion und des BSP-Deflators zeigt. Die Geldmengenaggregate in weiter Abgrenzung dienen nicht in allen Ländern direkt als Zielgrößen, zum Teil deshalb, weil sie gewöhnlich von den Währungsbehörden, wenn diese sich hauptsächlich auf zinspolitische Maßnahmen beschränken, nicht so fein gesteuert werden können wie die eng abgegrenzten Aggregate. Vielfach wird allerdings die weit definierte Geldmenge weniger von veränderten Anlagepräferenzen der Privaten in Zusammenhang mit finanziellen Innovationen beeinflusst. Zudem ist es für bestimmte Zwecke von Vorteil, daß diese Aggregate gewöhnlich ziemlich genau Veränderungen der öffentlichen Haushaltslage, der Kredite an den privaten Sektor und der Zahlungsbilanz des Landes widerspiegeln.

In den meisten in der Grafik dargestellten Ländern lagen die Zuwachsraten der weit abgegrenzten Geldmengengrößen in den letzten Jahren im Durchschnitt sehr viel niedriger als in den frühen siebziger Jahren. Während in der Vergangenheit

Weit definierte Geldmenge, Preise und reales Bruttosozialprodukt
Veränderungen gegen Vorjahr in Prozent*



* Auf der Basis von Quartalsdurchschnitten der Geldbestände (USA: L (Liquidität in weiter Abgrenzung); Japan: M₂ + CD's; Frankreich: M₂; Deutschland und Italien: M₃; Großbritannien: PSL₂).

eine kräftige Beschleunigung der Geldmengenausweitung oft mit einer konjunkturellen Belebung der Produktion zusammenhing, blieb im letzten Jahr das Wachstum der breit definierten Aggregate allgemein recht verhalten. Gleichwohl schienen die Zuwachsraten in einigen Ländern gemessen am Inflationstempo recht großzügig bemessen. Bekanntlich legen direkte Vergleiche dieser Art nahe, daß die Gefahr eines Wiederaufflackerens der Inflation verringert werden kann, wenn es gelingt, starke Schwankungen der Geldmengenaggregate zu vermeiden. Ferner wird damit angedeutet, daß dann, wenn die Inflationsraten relativ zu den Wachstumsraten der Geldmenge niedrig waren, gewöhnlich eine Ausweitung der Produktion folgte.

Wenn auch jegliche Schlußfolgerung, die man anhand eines solch einfachen Vergleichs zieht, spekulativ bleiben muß, stützt dies doch die Behauptung, die im letzten Jahr in den wichtigsten Ländern vorhandene Konstellation von maßvollem Wachstum der weit definierten Geldmenge und relativ niedrigen Inflationsraten lasse für die Zukunft hoffen – vorausgesetzt, diese Bedingungen stellen sich als dauerhaft heraus.

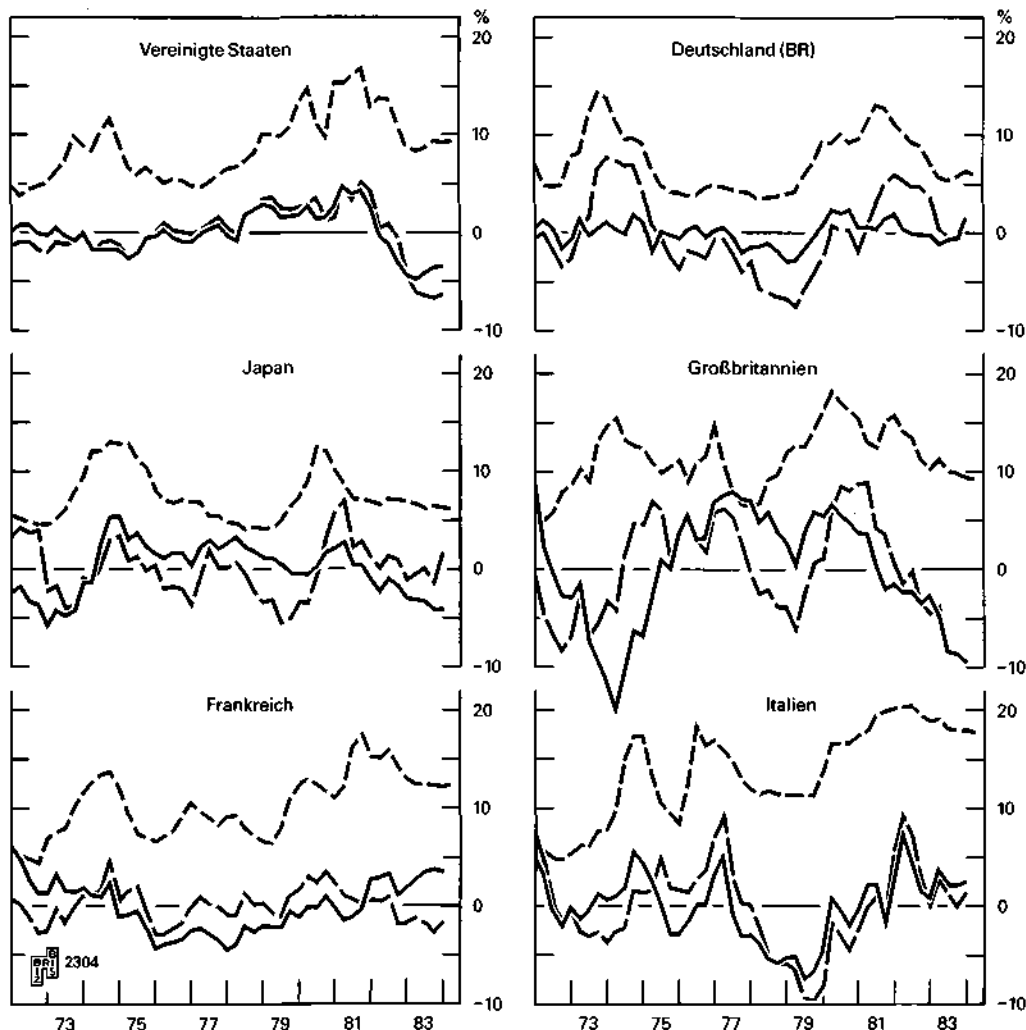
Mehr Aufschluß über die Zusammenhänge zwischen Geldversorgung und Geldnachfrage kann man durch eine Betrachtung der Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit erhalten. In der umstehenden Grafik werden prozentuale Abweichungen der Umlaufgeschwindigkeit einer breit und einer eng definierten Geldmenge von einer geschätzten Trendgeraden in Beziehung zu den kurzfristigen Zinsen gesetzt. Aus dem Verhältnis der Umlaufgeschwindigkeit zum Trend im gesamten Zeitraum läßt sich unter Einbeziehung anderer Informationen ganz allgemein der Schluß ziehen, daß es in den USA, in Großbritannien, Japan, Frankreich und Italien während dieses Zeitraums strukturelle Veränderungen in der grundlegenden Relation gegeben hat, während in Deutschland keine größere Veränderung dieser Art stattgefunden hat. In einigen Fällen spiegeln sich in diesem Strukturwandel eindeutig finanzielle Innovationen wider; in anderen sind sie offenbar hauptsächlich auf Änderungen in der monetären Steuerung zurückzuführen.

Der enge und konsequente Zusammenhang, der in Deutschland zwischen der Umlaufgeschwindigkeit, namentlich von M1, und den Zinssätzen besteht, hebt sich deutlich von dem vielschichtigen oder schwachen Zusammenhang zwischen diesen Größen in einigen anderen Ländern ab. In einigen Fällen scheinen konjunkturelle Faktoren eine wichtige eigenständige Rolle zu spielen, die sich allerdings von Land zu Land unterscheidet. In den USA sinkt z.B. üblicherweise die Umlaufgeschwindigkeit in einer Rezession, während sie in einigen anderen Ländern (Japan, Frankreich) offenbar steigt, wenn sich die Kreditgewährung abschwächt, was vermuten läßt, daß ein relativ grosser Teil der Kredite zurückgezahlt wird, die die Gegenposition zu den Geldbeständen darstellen. In Frankreich und Italien, wo die Zinsen noch immer hoch sind, scheint die Umlaufgeschwindigkeit gemessen an ihrem Trend höher zu sein, als dies in der Vergangenheit am Anfang einer Wirtschaftserholung gewöhnlich der Fall war. In Japan und Deutschland scheint sie hingegen eher früheren Erfahrungswerten zu entsprechen, und es gibt dort weder Anzeichen für eine übermäßige monetäre Expansion noch Hinweise dafür, daß die konjunkturelle Erholung von der Geldpolitik nicht akkommodiert wurde. In Großbritannien haben in jüngster Zeit zweifellos finanzielle Innovationen eine Rolle gespielt.

Von besonderem Interesse ist die während der vergangenen zwei Jahre bemerkenswerte Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit von M1 in den USA. Da sich der Rückgang von 1982, der an Stärke alles übertraf, was es seit Kriegsende dergestalt in einer Rezession gegeben hatte, bis in die ersten Monate des Jahres 1983 fortsetzte, fiel der für das gesamte letzte Jahr verzeichnete Anstieg weit geringer aus, als es für das Anfangsjahr eines Konjunkturaufschwungs üblich ist. Eine natürliche Folge dessen war, daß die Entwicklung der Geldmenge M1 zwar wie gewöhnlich die wirtschaftliche Erholung ankündigte, aber auf einen viel zu hohen Grad der Produktionsausweitung hindeutete. Dies beruht weitgehend darauf, daß in M1 die

Zinssätze und Umlaufgeschwindigkeit der monetären Aggregate

- Umlaufgeschwindigkeit der weit definierten Geldmenge*
- - - Umlaufgeschwindigkeit der eng definierten Geldmenge*
- - - Ausgewählte typische kurzfristige Zinssätze



* Abweichungen von einer geschätzten Trendgeraden. Auf der Basis von Quartalsdurchschnittswerten für die Geldmenge in weiter Definition (wie in der Grafik auf S. 72) und in enger Abgrenzung (M1).

sogenannten NOW-Konten enthalten sind, die 1981 landesweit zugelassen wurden und die als Auffangbecken für Spar- und Vorsorgeguthaben dienen – vor allem dann, wenn die Renditen ertragreicherer alternativer Anlagen rückläufig sind.

Für die Zwecke der Geldmengensteuerung ging es im Umfeld von Innovationen nicht so sehr um die Frage, ob die Umlaufgeschwindigkeit stabil war, sondern vielmehr darum, ob sie unter Berücksichtigung der zu erwartenden Änderungen prognostizierbar war. Die Schwierigkeit im letzten Jahr lag darin, zu bestimmen, ein wie großer Teil der Ende 1982 und Anfang 1983 eingetretenen Änderungen von

Dauer sein könnte. In dem Maße, wie die vorangegangene Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von M1 einen ungewöhnlichen Anstieg der in der Rezession für Vorsorgezwecke gehaltenen Guthaben widerspiegelte, konnte deren erneute Zunahme in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres schlicht als Ausdruck einer Rückkehr des Vertrauens gedeutet werden. Die Tatsache, daß der damit einhergehende Anstieg der kurzfristigen Zinssätze bescheiden ausfiel, läßt darauf schließen, daß die Abschwächung des Wachstums von M1 vornehmlich auf einen Umschwung in der Nachfrage nach Geld und nicht nur auf eine restriktivere Geldpolitik zurückzuführen war. Die jüngste Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit von M2 widersprach früheren Erfahrungen weniger; da jedoch in der Zusammensetzung dieses Aggregats eine ausgeprägte Verlagerung von zinsregulierten Finanzierungsinstrumenten hin zu solchen mit marktbezogenen Sätzen stattgefunden hat, dürfte eine Steuerung der Geldmenge M2 sehr schwierig geworden sein. Selbst die Umlaufgeschwindigkeit der weit gefaßten Liquidität (L) und die der gesamten Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren wiesen während der vergangenen zwei Jahre mitunter einen ungewöhnlichen Verlauf auf. Hier scheinen sich teilweise Belastungen aus der hohen staatlichen Kreditaufnahme niederzuschlagen.

Die Geldmengenziele des Federal Reserve Board für 1984 stehen unter dem Vorbehalt, daß die Umlaufgeschwindigkeit wieder mehr zum Verlaufsmuster der Vergangenheit zurückkehrt. Bei ihrer Verkündung war man sich bewußt, daß, sollte das Haushaltsdefizit hoch und die Wirtschaftserholung kräftig bleiben, einem weiteren starken Ansteigen der Geldbestände möglicherweise durch die Hinnahme höherer Zinsen begegnet werden müßte.

Zinsentwicklung und wechsellkursorientierte Geldpolitik

Die Entwicklung der Zinssätze stand im vergangenen Jahr unter dem Einfluß der Wirtschaftsbelebung und war auch davon bestimmt, wie die Währungsbehörden ihr kurzfristig wirksames zinspolitisches Instrumentarium einsetzten und anpaßten. Sie wurde aber auch stark von Ungleichgewichten in der Wirtschaft und von Erwartungen und Sorgen in bezug auf das zukünftige Geschehen auf den Finanz- und Devisenmärkten berührt.

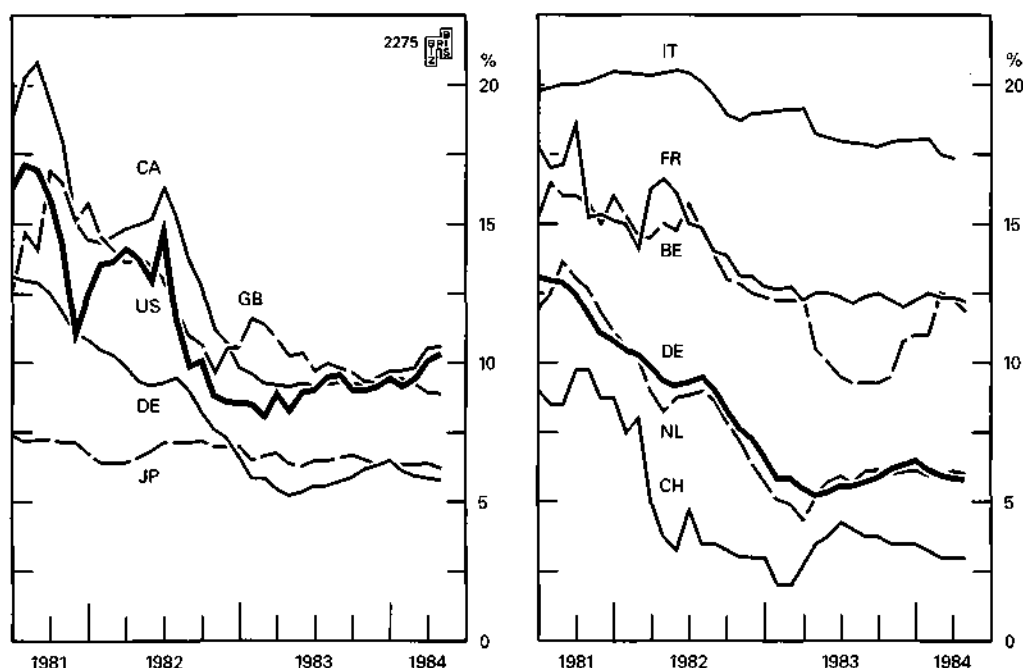
Die Zinssätze in den USA und in zahlreichen europäischen Ländern, die 1982 stark zurückgegangen waren, tendierten ab dem Frühjahr des vergangenen Jahres wieder nach oben. Weitere kleinere Rückgänge im Verlauf von 1983 verzeichneten Japan, Großbritannien und auch einige jener kontinentaleuropäischen Länder, wo das Zinsniveau weiterhin relativ hoch war.

Auffallender als diese Bewegungen, die im allgemeinen im Vergleich zu jenen der vorangegangenen vier Jahre sehr klein ausfielen, war das in vielen Ländern im Verhältnis zur Inflationsrate hohe Niveau der Zinsen. In den USA stiegen die Realrenditen weiter und übten einen Aufwärtsdruck auf den Dollar und auf die Zinssätze in den übrigen Ländern aus. Gleichzeitig jedoch begünstigte das hohe US-Leistungsbilanzdefizit ein Übergreifen der Wirtschaftserholung auf andere Länder.

Kurzfristige Zinssätze. In den Vereinigten Staaten, wo die Nominalzinsen im ersten Jahr einer konjunkturellen Erholung gewöhnlich sinken, spiegelten die

grundlegenden Verhältnisse auf den Kreditmärkten im letzten Jahr langsame Veränderungen im Gleichgewicht der Kräfte wider, zu denen der hohe Finanzierungsbedarf des Bundes, die starke private Kreditnachfrage, die verbesserte Finanzierungsposition des Unternehmenssektors, die günstigen Bedingungen für neue Aktienemissionen und der Zufluß von Auslandsgeldern gehörten. Anfang 1984, als die wirtschaftliche Erholung noch immer keine Anzeichen einer Abschwächung erkennen ließ und der Außenwert des Dollars nachgab, verhielt sich die Notenbank bei der Bereitstellung von Zentralbankgeld weniger akkommodierend, so daß sich der Federal-funds-Satz in der Zeit von Ende Januar bis Ende April um mehr als 1 Prozentpunkt erhöhte. Die Prime rates, die bereits im August 1983 von 10½ auf 11% angehoben worden waren, wurden von März bis Mai auf 12½% heraufgesetzt. Im April erhöhte die Notenbank den Diskontsatz, der seit November 1982 unverändert 8½% betragen hatte, auf 9%.

Geldmarktzinsen*



* Ausgewählte typische Zinssätze (Italien: Sichteinlagen unter Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen unter Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: verschiedene Dreimonats-Geldmarktpapiere).

In Kanada hatte der Wechselkurs als Orientierungsgröße bereits an Bedeutung gewonnen, bevor im Spätherbst 1982 die Geldmengenziele aufgegeben werden mußten. In den ersten Monaten des Jahres 1983 wurde es mit nachlassender Inflation und sich bessernder Zahlungsbilanzlage möglich, die kurzfristigen Zinssätze in Relation zu den Geldmarktzinsen in den USA zu ermäßigen. Vom Herbst an mußten dann jedoch die kurzfristigen Zinsen wieder angehoben werden, um die Währung gegenüber dem Dollar einigermaßen stabil zu halten.

Die meisten anderen Industrieländer verfolgten im letzten Jahr weiter ihre eigenen Geldmengenziele oder richteten ihre Geldpolitik vornehmlich auf die Stabilisierung der Wechselkursbeziehungen zwischen europäischen Währungen aus. Sie mußten jedoch in unterschiedlichem Ausmaß die US-Zinsen und die Stärke des Dollars bei ihren geldpolitischen Maßnahmen berücksichtigen. Dieser Einfluß schlug sich allgemein direkt in der Zinspolitik nieder. In den meisten Ländern außerhalb der USA intervenierten die Währungsbehörden gelegentlich „gegen den Strom“ am Devisenmarkt. Bedenkt man jedoch, daß der US-Dollar während des gesamten Jahres stark blieb, dann fiel in den meisten Fällen die Veränderung der Nettoauslandsaktiva der Währungsbehörden im Jahr 1983 per saldo recht gering aus. Gewöhnlich spiegelten sich in den Veränderungen vor allem Spannungen zwischen den Wechselkursen der europäischen Währungen wider.

In *Japan* erklären Wechselkursrücksichten weitgehend, weshalb der Rückgang der Nominalzinsen im letzten Jahr sehr gering und kleiner als der Rückgang der Inflationsrate war. In *Deutschland* dienten die kurzfristigen Zinssätze vorwiegend als Mittel zur Einhaltung des Geldmengenziels, doch muß ihr Anstieg im Sommer und Herbst 1983 auch dazu beigetragen haben, daß sich die Schwäche der D-Mark gegenüber dem US-Dollar in Grenzen hielt. In *Großbritannien*, wo der Wechselkurs eine der Größen war, an der sich die Behörden orientierten, muß der Rückgang der Geldmarktsätze im letzten Jahr, obwohl er deutlich war, vor dem Hintergrund eines Anstiegs dieser Sätze gegen Ende 1982 gesehen werden, als sich das englische Pfund als Folge fallender Ölpreise abgeschwächt hatte.

In *Frankreich, Italien, Belgien* und den *Niederlanden* spielten im letzten Jahr außenwirtschaftliche Zwänge eine große Rolle bei der Festlegung und Umsetzung der Geldpolitik. Die sehr offenen Volkswirtschaften dieser Länder liefern zusammen mit ihren bestehenden Lohnfestsetzungsregelungen eine Erklärung für die wichtige Rolle, die die Wechselkursstabilisierung im Rahmen der Geldpolitik spielt. Hinzu kommt, daß in Frankreich, Belgien und Italien der Anpassungsprozeß, mit dem die Haushalts- und Außenwirtschaftsungleichgewichte reduziert und die Preisstabilität wiederhergestellt werden sollte, noch einen weiten Weg zu gehen hat, wengleich sich die Leistungsbilanzpositionen hier im letzten Jahr gebessert haben. Die Lage machte relativ hohe Zinsen erforderlich, aber das bereits hohe Zinsniveau im Ausland engte die zinspolitischen Möglichkeiten dieser Länder weiter ein.

In der Zeit von Januar bis März 1983 fanden Spekulationen über eine Leitkursneuordnung innerhalb des Europäischen Währungssystems nur einen begrenzten Niederschlag in den inländischen Geldmarktzinsen der Partnerländer. Die daraus resultierenden Schwankungen der Nettoauslandsaktiva ihrer Zentralbanken waren allerdings sehr stark. Nach dem Realignment lag der Tagesgeldsatz in Deutschland für eine kurze Zeit geringfügig niedriger, in den Niederlanden hingegen stiegen die kurzfristigen Zinsen. In Belgien wurde jeder sich bietende Spielraum genutzt, um die kurzfristigen Inlandszinsen nach unten zu drücken. Doch mußten dort die Geldmarktsätze stark angehoben werden, als neue Zweifel hinsichtlich der erzielten Fortschritte bei der Beseitigung struktureller Ungleichgewichte aufkamen.

Zu Beginn des Jahres 1984 traten in Europa bei nachgebendem Dollarkurs zuweilen wieder Spannungen in den Wechselkursbeziehungen auf. Dies fand seinen

Niederschlag sowohl in Veränderungen der zentralen Währungsreserven als auch in den Geldmarktsätzen. In Deutschland, Frankreich und Italien sanken die kurzfristigen Zinssätze weiter, während sie in Belgien stiegen. Auch in Kanada erhöhten sich die Geldmarktsätze angesichts des – gegenüber der amerikanischen Währung – schwächeren kanadischen Dollars.

Einflüsse auf das Zentralbankgeld und die kurzfristigen Zinssätze

Position/Zeitraum	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Belgien	Niederlande	Schweiz	Italien
	Veränderung in Prozent der Zentralbankgeldmenge zu Beginn der Periode ¹						
Nettoauslandsaktiva der Zentralbank²							
1981	- 0,1	- 2,0	-18,8	-25,4	- 7,3	9,3	0,0
1982	- 9,9	1,0	-26,4	- 9,8	21,2	6,3	- 7,7
1983	- 0,3	- 1,4	3,3	- 5,8	0,3	5,1	10,3
Januar – März 1983	0,2	7,6	-18,9	-10,8	5,6	10,3	- 0,4
Januar – März 1984	0,1	2,7	.	- 9,3	- 5,6	5,0	- 2,2
Kurzfristige Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbank³							
1981	-16,2	0,9	11,2	10,1	7,0	1,0	1,7
1982	7,2	0,2	42,2	- 0,2	-13,1	9,7	0,3
1983	10,2	2,5	-10,9	- 0,3	11,1	2,1	- 1,9
Januar – März 1983	- 1,3	- 6,2	13,2	- 1,4	- 6,5	- 9,6	2,1
Januar – März 1984	- 7,3	- 1,2	.	3,6	10,7	- 4,5	8,5
Staatsfinanzen und sonstige Einflüsse⁴							
1981	18,9	4,3	8,6	17,1	1,2	-13,7	11,4
1982	8,6	4,7	- 3,8	9,9	- 0,5	- 7,8	21,4
1983	- 4,9	5,7	8,6	9,8	1,2	- 6,2	6,6
Januar – März 1983	- 7,3	1,4	2,6	8,8	5,3	- 6,2	3,8
Januar – März 1984	- 0,6	- 0,1	.	2,6	- 6,0	- 4,6	- 3,6
Zentralbankgeldmenge⁵							
1981	2,6	3,2	1,0	1,8	0,9	- 3,4	13,1
1982	5,9	5,9	12,0	- 0,1	7,6	8,2	14,0
1983	5,0	6,8	1,0	3,7	12,6	1,0	15,0
Januar – März 1983	- 8,4	2,8	- 3,1	- 3,4	4,4	- 5,5	5,5
Januar – März 1984	- 7,8	1,4	.	- 3,1	- 0,9	- 4,1	2,7

¹ Wertbereinigte Stromgrößen, zum Teil eigene Schätzungen. Deutschland und Frankreich: auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tageswerten; andere Länder: Monatsendwerte. ² Ohne zur Beeinflussung der Bankenliquidität getätigte Devisenswappeschäfte. Japan: Geschäfte des Devisenfonds. ³ Lombard- und (außer für Deutschland) Diskontkredite, Devisenswaps, Wertpapierpensionengeschäfte und Sonderkredite zu Marktzinsen; Schweiz: ohne Liquiditätshilfen am Monatsende. ⁴ Einschl. u.a. Veränderungen der Zentralbankbestände an inländischen Wertpapieren. ⁵ Hauptsächlich Bargeldumlauf und Zentralbankeinlagen von Banken und Nichtbanken (einschl. Mindestreserven). Deutschland: Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen; Schweiz: bereinigte Notenbankgeldmenge.

In Deutschland, den Niederlanden, Frankreich und Belgien bildeten in den letzten Jahren starke Schwankungen der Nettoauslandsaktiva der Zentralbanken eine wichtige Ursache für effektive oder potentielle Störungen an den Geldmärkten. Das trifft weitgehend auch auf die Schweiz zu, wo die Notenbank normalerweise einem Ziel für die bereinigte monetäre Basis die Priorität einräumt, sich mitunter aber genötigt sah, am Devisenmarkt zu intervenieren, um kurzfristigen weiten Pendelausschlägen des Außenwerts des Schweizer Frankens zu begegnen. Angesichts dieser Situation haben die Währungsbehörden dieser Länder verschiedene, flexibel einsetzbare Instrumente entwickelt, zu denen Devisenswaps, Wertpapierpensions-

geschäfte und Sonderkredite zu marktbezogenen Zinsen gehören, um die Bankliquidität reibungslos ausgleichen zu können. Diese Instrumente kommen hauptsächlich im Rahmen der kurzfristigen Veränderung der Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbank zur Anwendung; sie können besonders hilfreich bei der Feinsteuerung der Geldmarktzinsen sein. Änderungen des Mindestreservesolls spielen im Rahmen geldpolitischer Reaktionen auf Kapitalzu- und -abflüsse keine große Rolle mehr; in Belgien, den Niederlanden und der Schweiz sind Mindestreserven in den letzten Jahren nicht mehr verwendet worden, während in Deutschland die Reservesätze im Laufe der Jahre schrittweise gesenkt wurden. Hingegen dienen unter normalen Bedingungen offizielle Zinssätze für bestimmte traditionelle Arten von Zentralbankkredit noch immer zur Abstützung der Geldmarktzinsen, und die Bereitstellung von Zentralbankgeld kann zeitweise weitgehend auf Zentralbankgeschäften der herkömmlichen Art beruhen.

In Belgien haben sich die Nettoauslandsaktiva der Nationalbank in den letzten Jahren verringert, und der Zentralbankkredit an den Staat über den Wertpapierausgleichsfonds hat zugenommen. Ferner haben die Kreditinstitute hohe Bestände an liquiden öffentlichen Wertpapieren angesammelt. In Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz beeinflussen demgegenüber die Staatsfinanzen normalerweise die Liquidität des Bankensystems nicht wesentlich. In Deutschland komplizierte die Abführung des Bundesbankgewinns an den Bund im letzten Jahr die Geldmarktsteuerung, doch für 1984 kam man überein, die Gewinnausschüttung in Raten vorzunehmen.

In Großbritannien und Italien waren es – in unterschiedlicher Weise – hauptsächlich die unberechenbaren Operationen des Schatzamts, aufgrund derer die Geldmarktsteuerung angepaßt werden mußte. Aber auch in diesen Ländern hat die Bedeutung von Offenmarktgeschäften – in inländischen Wertpapieren und/oder Wechseln – verglichen mit dem herkömmlichen Zentralbankkredit zugenommen. Das Ergebnis dieser Entwicklung war vornehmlich eine höhere Flexibilität bei Zinsanpassungen, wenn die Umstände dies erforderten. In Großbritannien, wo man als einen Nachteil der Überfinanzierung des öffentlichen Haushaltsdefizits in den Jahren 1981 und 1982 angesehen hatte, daß dadurch die Bank von England erhebliche Kompensationsgeschäfte in Form eines Nettoerwerbs von Handelswechseln vornehmen mußte, vermochte die Zentralbank nahezu das ganze Jahr 1983 hindurch ihre Wechselbestände abzubauen. Gegen Ende des vergangenen Jahres und zu Beginn des Jahres 1984 wurden dann jedoch erneut Nettokäufe erforderlich. In Italien, wo in den letzten Jahren Schritte unternommen wurden, die Beteiligung der Bank von Italien an den Auktionen für Staatspapiere zu beschränken, ergaben sich die eher schon gewohnten Schwierigkeiten, ein chronisch hohes Haushaltsdefizit in einer Weise zu finanzieren, daß das übermäßige Wachstum der monetären Basis gedämpft würde.

In Japan hat eine Reihe von Maßnahmen in den letzten Jahren die Flexibilität des Geldmarkts erhöht. Die Bank von Japan hat u.a. Geschäfte mit Wechseln und Staatspapieren zur Beeinflussung der Bankliquidität entwickelt, und sie ließ zu, daß sich die Zinssätze auf dem Interbankmarkt flexibler den veränderten Konditionen im Tagesverlauf anpaßten. Was wichtiger ist: Märkte für kurzlaufende Papiere,

an denen Nichtbanken teilnehmen – insbesondere der Markt für Einlagenzertifikate –, wurden ausgebaut. Das Wachstum der freien Geldmärkte hat sich als sehr hilfreich für die Realisierung der Geldpolitik erwiesen.

Langfristige Zinssätze. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen stand im vergangenen Jahr stark unter dem Einfluß von Erwartungen und Vorgängen außerhalb der monetären Sphäre. Sie spiegelte in erheblichem Umfang die Zwänge wider, denen sich die Geldpolitik ausgesetzt sah.

Langfristige Zinssätze und Terminstruktur

Zeitraum	USA	Kanada	Japan	Großbritannien	Deutschland (BR)	Schweiz	Frankreich	Italien	Niederlande	Belgien
	Prozent									
Anleiherenditen ¹ , Niveau										
Höchster Monatswert 1981	15,49	19,08	9,15	16,11	11,20	6,13	17,32	21,33	12,30	14,18
Dezember 1982	11,83	12,93	7,50	10,99	7,90	4,22	15,40	19,86	8,40	12,66
April 1984	12,81	14,16	6,68	10,57	7,90	4,64	13,81	15,08	8,45	11,90
	Basispunkte									
Anleiherenditen ¹ , Veränderung										
Juni–Dezember 1982	-298	-493	-103	-260	-120	-100	-58	-89	-213	-93
Dezember 1982–April 1983	-32	-67	-4	-37	-50	20	-85	-209	6	-107
April–August 1983	100	93	8	50	90	31	-59	3	57	-13
August–Dezember 1983	6	-24	-61	-88	-10	-19	0	-47	-45	43
Dezember 1983–April 1984	24	121	-25	33	-30	10	-15	-225	-13	19
Anleiherenditen ¹ abzüglich Geldmarktsätze ²										
Dezember 1982	332	273	54	43	128	84	265	84	267	31
April 1983	298	301	111	40	220	17	205	-45	320	114
August 1983	297	415	97	131	259	-2	159	-6	293	221
Dezember 1983	304	338	48	83	172	66	171	-70	240	89
April 1984	263	393	42	166	206	46	156	-215 ³	240	18

¹ Ausgewählte typische Zinssätze (USA: AAA-Industrieobligationen; Großbritannien und Niederlande: Staatsschuldverschreibungen; übrige Länder: verschiedene öffentliche Anleihen). ² Ausgewählte typische Zinssätze (Italien: Sichteinlagen unter Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen unter Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: Dreimonats-Geldmarktpapiere). ³ März 1984.

In den ersten Monaten des Jahres 1983 setzte sich der Zinsrückgang im langfristigen Bereich allgemein fort, doch begannen die Zinsen in einigen europäischen Finanzzentren schwächer auf Rückgänge der Geldmarktsätze zu reagieren. In den Niederlanden stiegen die Anleiherenditen, als die Wechselkursintentionen der niederländischen Behörden aufgrund der unerwarteten Änderung der Kursrelation zwischen Gulden und D-Mark anläßlich der Neufestsetzung der Leitkurse im EWS vorübergehend in Frage gestellt wurden. Der Anstieg der US-Anleiherenditen von Frühjahr bis Herbst, der den Dollar stärkte, ging mit einer Erhöhung der langfristigen Zinsen in fast allen anderen Industrieländern einher, obwohl sich die meisten von ihnen noch in der Rezession befanden. In Deutschland erfolgte der Anstieg zudem zu einer Zeit, als die Bundesbank soeben den Diskont- und den Lombardsatz gesenkt hatte. Auch in Kanada, Großbritannien und Belgien vergrößerte sich in der Zeit von April bis August der Abstand zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinssätzen. Im späteren Jahresverlauf, als in den USA die Renditenkurve – vielleicht als Ausdruck einer Festigung der Inflationserwartungen – steiler wurde,

gingen die Anleiherenditen in Deutschland per saldo leicht zurück, obwohl der Lombardsatz angehoben worden war. Tatsächlich ermäßigten sich von August bis Dezember auch in Kanada, Japan, Großbritannien, Italien und den Niederlanden die Anleiherenditen und näherten sich den kurzfristigen Zinssätzen.

Ein Faktor, der vielleicht erklären könnte, weshalb zwischen der Entwicklung der langfristigen Zinsen in den einzelnen Ländern in einer Zeit, als der Dollar sich festigte, ein so enger Zusammenhang bestand, ist die Gefahr, daß – insbesondere in Ländern mit starren Lohnfestsetzungsregeln – ein Kursrückgang der Landeswährung die Binneninflation unmittelbar in die Höhe treibt. Unter diesen Verhältnissen konnten die langfristigen Zinssätze nur in beschränktem Umfang auf Rückgänge der inländischen Geldmarktsätze reagieren. Sobald jedoch der Druck von außen nachließ, konnte der Kapitalmarktzins stärker auf binnenwirtschaftliche Einflüsse reagieren.

Eingangs 1984, als sich die Stimmung zugunsten des US-Dollars abzuschwächen begann, wirkte sich ein weiterer Anstieg der Anleiherenditen in den USA nur begrenzt auf die Renditen in anderen Ländern aus. In Japan, Großbritannien, Deutschland, den Niederlanden und Italien sanken sogar zwischen Januar und März die Renditen. Im April jedoch, als sich der Dollar erneut festigte, stiegen die Anleiherenditen in Kanada, Großbritannien, den Niederlanden und der Schweiz geringfügig an.

Zu den positiven Entwicklungen in den vergangenen zwei Jahren gehörten eine ausgeprägte Abschwächung der kurzfristigen Zinsschwankungen und ein deutlicher Rückgang der Risikoprämien, die Kreditnehmer nicht erster Adresse zu zahlen hatten. Auch die Margen zwischen Soll- und Habenzinsen der Finanzinstitute verengten sich im vergangenen Jahr in vielen Ländern. Die Märkte reagierten jedoch weiterhin sehr empfindlich auf veränderte Einschätzungen hinsichtlich der künftigen Zinsentwicklung. So war gegen Ende 1983, als die Anspannungen, die sich dann zu Beginn des Jahres 1984 in den Zinsen niederschlugen, zuzunehmen begannen, auf vielen Märkten eine erneute Kürzung der Laufzeiten und eine häufigere Verwendung variabel verzinslicher Papiere zu beobachten.

Realzinssätze

Angesichts stabiler oder langsam steigender langfristiger Zinssätze im Jahr 1983 sowie weiter rückläufiger Preissteigerungsraten erhöhten sich die inflationsbereinigten Zinssätze in vielen Ländern weiter. Selbst wenn man die Möglichkeit in Betracht zieht, daß – wie Erhebungen in einigen Ländern nahelegen – die langfristigen Inflationserwartungen höher sind als die aktuellen Raten des Preisanstiegs, muß der Realzins nunmehr stark positiv sein. Gemessen an ihrer Höhe in früheren konjunkturellen Erholungsphasen scheinen derzeit in den USA und Kanada die Realzinsen besonders hoch zu sein. In einigen anderen Ländern, insbesondere Deutschland, sind sie offenbar weniger von früheren Erfahrungswerten entfernt.

Die Belebung der privaten Investitionstätigkeit in den USA im vergangenen Jahr stellte für viele Beobachter angesichts der Rekordhöhe der Realzinsen ein

Langfristige Realzinssätze*

Zeitraum	USA	Kanada	Japan	Großbri- tannien	Deutsch- land (BR)	Frank- reich	Italien	Belgien	Schweiz
	Periodendurchschnitte in Prozent p.a.								
1982	7,6	5,0	5,4	4,0	3,7	3,9	3,9	4,7	-0,8
1983	8,8	6,9	5,6	6,2	4,9	4,9	3,0	4,1	1,6
1984 I. Quartal	7,8	8,1	4,4	5,2	5,0	5,0	3,6	5,2	1,6
Frühere Erholungsjahre									
1968	2,0	3,9	1,7	2,9	4,8	2,4	5,5	3,8	2,0
1972	3,9	3,5	2,2	1,9	2,4	2,0	1,7	1,6	-1,7
1976	2,7	2,9	-0,6	-2,3	3,5	0,9	-3,1	-0,1	3,3

* Auf der Basis monatlicher Daten. Renditen ausgewählter typischer langfristiger Schuldverschreibungen, abzüglich der Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreise.

gewisses Paradox dar. Zum Teil erklärt sie sich sicherlich aus der allgemeinen steuerlichen Absetzbarkeit der Zinskosten für Unternehmen wie Privatpersonen. Darüber hinaus wirkten sich die 1981 durch steuergesetzliche Änderungen für das Anlagevermögen geschaffenen Abschreibungserleichterungen günstig auf die Rentabilität der unternehmerischen Investitionen aus. Ferner hatte der vorangegangene Rückgang der Nominalzinsen für mehr private Haushalte den Erwerb von Hauseigentum in den Bereich des Möglichen gerückt, während gleichzeitig Kurssteigerungen auf den Aktienmärkten die Eigenkapitalkosten für den Unternehmenssektor gesenkt hatten. Von allgemeinerer Bedeutung war jedoch, daß maßvolle Lohnabschlüsse und eine durch höhere Haushaltsdefizite verstärkte rasche Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage das Investieren für viele Branchen wieder sehr viel lohnender machten.

In den anderen Ländern stellte sich die Lage, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, anders dar. In einigen von ihnen wurden im letzten Jahr steuerliche Investitionsanreize wirksam, während in einigen anderen bereits seit langem Regelungen für subventionierte Export- und Wohnungsbaukredite bestehen. Gewöhnlich sind jedoch die Möglichkeiten der steuerlichen Absetzbarkeit von Zinszahlungen für die privaten Haushalte nicht so umfassend wie in den USA, und in einigen Fällen hinderte die ungünstige Ertragssituation auch weiterhin die Unternehmen, die vorhandenen Abschreibungsmöglichkeiten voll zu nutzen. Hinzu kommt, daß steuerliche Erleichterungen einen geringen Einfluß auf die Belastungen haben, die staatlichen Kreditnehmern auf internationalen Märkten durch hohe Zinsen entstehen. Diese hohen Sätze haben die Dimension der Anpassungsprobleme in den Ländern mit hoher Auslandsverschuldung erheblich vergrößert.

„Policy mix“, Zinssätze und Transmissionsmechanismus

Für die nächste Zukunft kann erwartet werden, daß die Geldpolitik der wichtigsten Industrieländer auch weiter auf eine Steuerung des Wachstums der wesentlichen Geldmengenaggregate und vor allem auf die Kontrolle der Binneninflation gerichtet ist. Angesichts dieser Sachlage und zum Teil abhängig davon, welchen Kurs die Finanzpolitik einschlägt, werden die gegenwärtigen und künftigen Ungleichgewichte im inländischen wie ausländischen Spar- und Investitionsverhalten

bedeutende Auswirkungen auf die realen wie die nominalen Zinssätze haben. Im Hinblick darauf sind die Planungen der staatlichen Instanzen, was den Vergleich mit den Ersparnissen des privaten Sektors betrifft, an den Finanzmärkten mit großer Sorge aufgenommen worden. Erwartungen dieser Art beherrschen die Finanzmarktentwicklung in den USA bereits seit einiger Zeit, wobei die tatsächliche Entwicklung gezeigt hat, wie begründet die Sorgen sind.

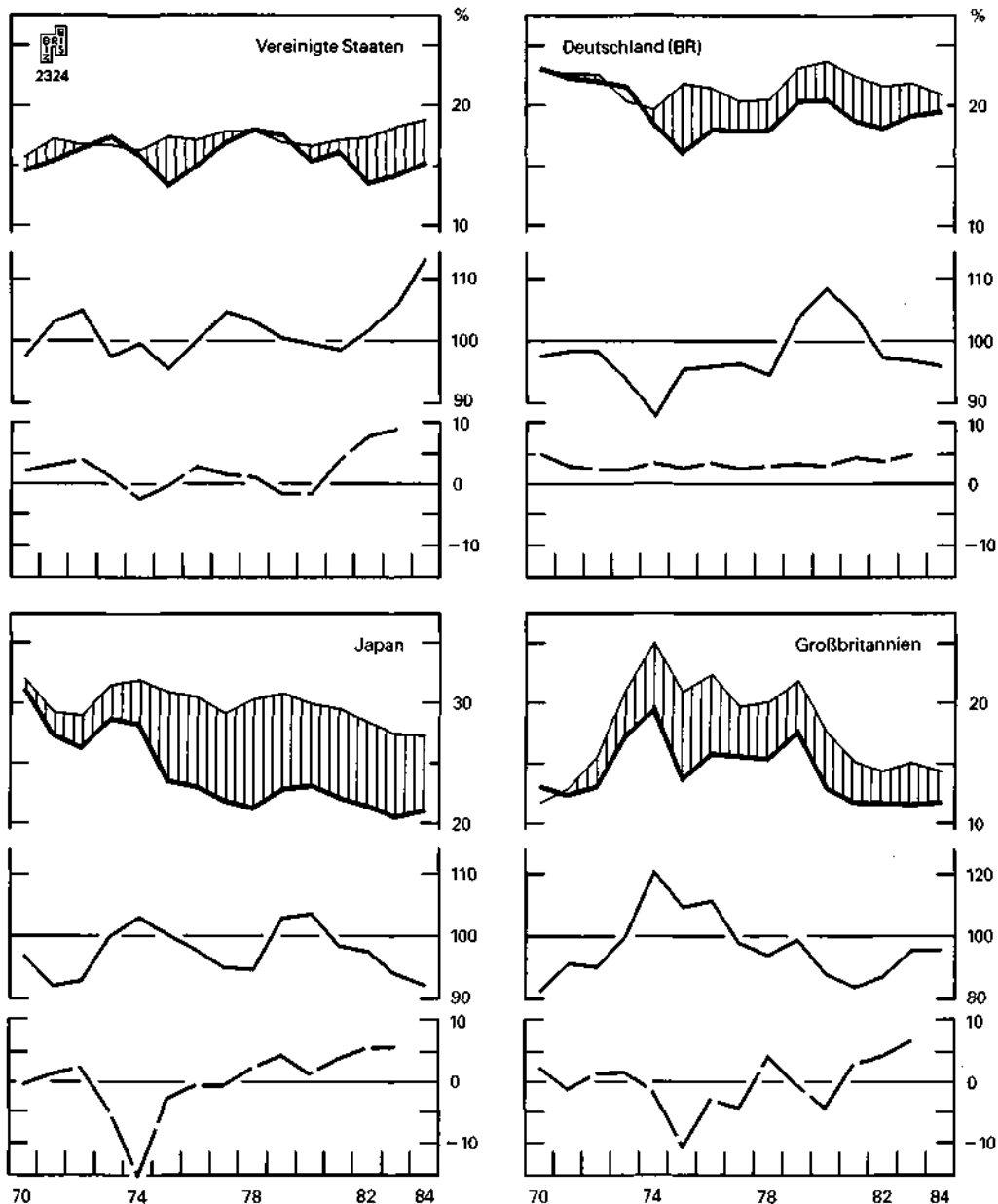
Unter dem Blickwinkel des Zins-Transmissionsmechanismus gesehen reagieren die *kurzfristigen Zinssätze* im allgemeinen auf die inländischen Geldmarktbedingungen, die von den Währungsbehörden weitgehend gesteuert werden. Bei der Formulierung ihrer Geldmarktpolitik haben jedoch die Behörden, was deren binnenwirtschaftliche Auswirkungen angeht, erkannt, daß zwischen *kurzfristigen Zinssätzen* und Wechselkurs ein – unterschiedlich stark ausgeprägter – „trade-off“ besteht. Die *langfristigen Zinssätze* hingegen sind geldpolitischen Einflüssen weniger zugänglich, da sich in ihnen in stärkerem Maße Erwartungen des Marktes und Unsicherheiten bezüglich der weiteren finanziellen Entwicklung spiegeln. Ein bedeutender Faktor ist hier die erwartete Inflationsrate, die etwa durch die Gefahr einer „Monetisierung“ der Staatsschuld, aber auch durch die möglichen Auswirkungen starker Wechselkursveränderungen auf die inländische Kostenentwicklung beeinflusst werden kann. Dies mag selbst in den USA von einer gewissen Bedeutung sein, ist aber mit Sicherheit in vielen anderen Ländern von großem Gewicht. Dieser Wirkungszusammenhang – in einigen Fällen auch die Tatsache, daß sich der Markt der daraus der Wechselkurspolitik erwachsenden Zwänge bewußt ist – kann erklären helfen, warum in einigen Ländern zeitweise die langfristigen Zinssätze im Gefolge höherer Anleiherenditen in den USA gestiegen sind, statt den inländischen Geldmarktsätzen zu folgen. Soweit die *Realzinsen* in den USA hoch waren und das Vertrauen in den Dollar stark blieb, konnte erwartet werden, daß die Realzinsen in anderen Ländern davon berührt würden.

Bei einer Geldpolitik, die vornehmlich auf Preisstabilität ausgerichtet ist, reagieren hingegen die realen langfristigen Zinssätze tendenziell vor allem auf die an den inländischen Kreditmärkten bestehenden und erwarteten Nachfrage- und Angebotsbedingungen sowie auf Einflüsse von außen. Dies verdeutlicht die Grafik auf S. 84, die die Entwicklung der langfristigen Zinssätze – deflationiert mit dem Preisindex des privaten Verbrauchs – der Entwicklung der privaten Investitionen, der Position der öffentlichen Haushalte und dem Saldo der inländischen Ersparnis gegenüberstellt. Die Relation zwischen privaten Investitionen und öffentlichen Haushaltsdefiziten einerseits und der privaten Ersparnis andererseits zeigt an, in welchem Ausmaß die Inanspruchnahme ersparter Mittel durch den öffentlichen und den privaten Sektor zusammengenommen aus inländischen Quellen gedeckt wird. Die Unterdeckung stellt die finanzielle Desinvestition des Landes gegenüber der restlichen Welt dar, also im wesentlichen das Defizit in der Leistungsbilanz.

In den USA geben die empirischen Daten der Vergangenheit, als die Haushaltsdefizite im allgemeinen konjunktureller Natur waren, wenig her, um für die Gegenwart die Zinseffekte aus den laufenden und zukünftigen Defiziten einschätzen zu können. Es ist richtig, daß 1981/82 das Defizit der öffentlichen Haushalte den starken Rückgang der privaten Investitionen teilweise kompensierte und die

Haushaltsdefizite, Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen und Realzinssätze¹

- ||||| Öffentliches Finanzierungsdefizit in Prozent des BSP (A)²
- Private Bruttoinlandsinvestitionen in Prozent des BSP (B)
- (A)+(B) gemessen in Relation zur privaten inländischen Bruttoersparnis
- Langfristige Zinssätze deflationiert mit dem Preisindex des privaten Verbrauchs



¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. Die Werte für 1983 und 1984 sind vorläufig. ² Finanzierungsdefizit (+); für die USA und Deutschland öffentliche Haushalte; für Japan und Großbritannien öffentlicher Sektor.

Konjunktur nahezu auf dieselbe Weise stützte, wie dies in der vorangegangenen Rezession des Jahres 1975 der Fall war. Jetzt ist die Lage insofern anders, als die öffentlichen Haushaltsdefizite mehr und mehr struktureller Natur sind, zumal ja erwartet wird, daß sie während der gesamten Dauer des Konjunkturzyklus fortbestehen. Diese Perspektive, die von den Märkten bereits 1982 gesehen wurde, trug – wahrscheinlich auf unterschiedlichen Wegen – dazu bei, daß die Zinsen gemessen an der laufenden Inflationsrate hoch blieben. Die Defizite weckten Befürchtungen, daß dadurch die Anspannungen auf den Kapitalmärkten anhalten würden; sie mögen auch direkt die Inflationserwartungen verstärkt haben; ferner könnten sie, indem sie die Inflationsperspektiven ungewisser gemacht haben, die in den langfristigen Zinssätzen enthaltene Risikoprämie erhöht haben. Man kann argumentieren, daß hohe Zinssätze, neue steuerliche Sparanreize oder die Erwartung, daß die Defizite letztlich zu Steuererhöhungen führen müßten, tendenziell die Ersparnisbildung anregen könnten. Dem steht entgegen, daß die Unwägbarkeiten bezüglich des Zeitprofils und der Größenordnung einer möglichen zukünftigen Haushaltskonsolidierung auch das Vertrauen in den politischen Willen, das Defizitproblem entschlossen anzugehen, geschwächt haben müssen.

Die im vergangenen Jahr relativ hohen Zinssätze in den USA trugen zusammen mit besseren Ertragsperspektiven dort und vermeintlichen wirtschaftlichen und politischen Risiken in anderen Ländern offensichtlich dazu bei, ausländisches Kapital anzuziehen und den Dollar auf den Devisenmärkten weiter nach oben zu drücken. Unter diesen Voraussetzungen blieben die Zinsen in den USA niedriger, als sie es sonst gewesen wären, und die privaten Investitionen, auf verschiedene Weise von hohen Kreditkosten abgeschirmt, konnten sich erholen. Die Stärke des Dollars trug zur Verbesserung der realen Austauschverhältnisse der USA und zur Dämpfung des inländischen Preisauftriebs bei, während gleichzeitig Kapitalzuflüsse aus dem Ausland ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit finanzierten, in dem sich sowohl die vergleichsweise dynamische gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA als auch ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel niederschlugen.

Für 1984 wird mit einem Defizit des Bundeshaushalts gerechnet, das mehr als einem Drittel der privaten inländischen Bruttoersparnis entspricht. Da gleichzeitig die privaten Investitionen im Steigen begriffen sind, wird es angesichts der sich ergebenden allgemeinen Knappheit an privaten Ersparnissen zu einem weiteren hohen Nettozufluß von Auslandskapital zur Abdeckung des wachsenden Leistungsbilanzdefizits kommen müssen. Da diese Entwicklung bereits weit fortgeschritten ist, nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, daß Ausländer immer weniger bereit sind, weitere Dollarforderungen anzuhäufen. Dies könnte sich beizeiten in einem schwächeren Dollar und einem Auftrieb der Inflationsrate in den USA niederschlagen. Die Anspannungen am Kreditmarkt könnten ernste Formen annehmen.

In Japan profitierten die Exporte von der Wirtschaftsexpansion in den USA und dem starken Dollar, doch wirkte sich der hohe langfristige Realzins dämpfend auf die Erholung der privaten Investitionen aus. Da die Finanzpolitik durch das Ziel einer Verringerung des strukturellen Haushaltsdefizits in Anspruch genommen war, war die Geldpolitik so angelegt, daß sie eine konjunkturelle Erholung im Inland stützte. Die nominalen kurzfristigen Zinsen blieben weit hinter den Zinsen in

den USA zurück. Die private Sparquote blieb im internationalen Vergleich sehr hoch und half, das hohe Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors (unter Ein-schluß der öffentlich-rechtlichen Unternehmen) und den wachsenden Leistungs-bilanzüberschuß auszugleichen. Da die Kapitalverkehrsbestimmungen bereits früher liberalisiert worden waren, flossen japanische Ersparnisse, durch Zinsvorteile und den Wunsch nach einer Diversifizierung des Portefeuilles bestimmt, ins Ausland. Die hohen Realzinsen in Japan standen allem Anschein nach stark unter dem Ein-fluß der Zinsentwicklung auf den internationalen Märkten, wengleich die Deregu-lierung im Finanzbereich, die rasch vorangekommen ist, ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt haben könnte.

In Deutschland und Großbritannien hat der direkte Handel mit den USA nur eine begrenzte Bedeutung, wengleich der Wettbewerb auf Drittmärkten eine wich-tige Rolle spielt. In beiden Ländern wurden in den letzten Jahren erhebliche Fort-schritte im Abbau der strukturellen Budgetdefizite erzielt, während die Steuerung der Geldmärkte weitgehend auf das Erreichen der Geldmengenziele abgestellt war. Für Deutschland bestand seit 1981, besonders aber seit den ersten Monaten des Jahres 1983, eine beträchtliche Zinsdifferenz zugunsten der kurzfristigen Dollar-zinsen. Im Umfeld einer relativ niedrigen und sinkenden Inflationsrate blieben die langfristigen Zinssätze trotz einer ausgeprägten Sensitivität gegenüber Entwicklun-gen auf den ausländischen Kapitalmärkten real betrachtet bemerkenswert stabil. In Großbritannien, wo der scharfe Rückgang der Inflationsrate seit 1980 noch ausge-prägter war als die Reduzierung der nominalen Zinssätze, scheint der langfristige Realzins gestiegen zu sein.

In allen drei Fällen – Japan, Deutschland und Großbritannien – liegt das Niveau der langfristigen Realzinsen offenbar höher, als man allein aufgrund der inländischen Bestimmungsfaktoren erwarten würde. In allen drei Ländern war das Einsatzverhältnis der Geld- und Fiskalpolitik im großen und ganzen angemessen und der inländische Nachfragedruck – wie das Verhältnis von Budgetdefizit und pri-vaten Investitionen zur privaten inländischen Ersparnis in der Grafik zeigt – relativ gering. Der Grund dafür muß zum Teil darin gelegen haben, daß trotz möglicher Puffereffekte von seiten der Devisenmärkte die Zinssätze in diesen Ländern von den in den USA vorherrschenden Zinsen beeinflußt worden sind.

Insgesamt gesehen sind die Auswirkungen des „policy mix“ in den USA über drei wesentliche Kanäle auf andere Staaten übertragen worden: erstens über den direkten Einfluß der Gesamtnachfrage auf den Außenwirtschaftssaldo; zweitens durch den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit infolge des Anstiegs des Dollarkurses; und drittens – ausschlaggebend in diesem Zusammenhang – über direkte und erwar-tungsbestimmende Einflüsse der amerikanischen Zinssätze auf die Zinsen der inter-nationalen und ausländischen Märkte. Ungewöhnlich für den Fall der USA ist die anhaltende Stärke der Währung im Umfeld eines strukturellen Budgetdefizits von solch unverhältnismäßiger Größenordnung. Hier tragen die Glaubwürdigkeit der geldmengenbezogenen Politik der monetären Instanzen als Mittel zur Bekämpfung der Inflation, die hohen realen Zinssätze und die internationale Bedeutung des Dol-lars zusammen zur Erklärung bei. Das Gewicht der auf Dollar lautenden Anlagen auf den Weltfinanzmärkten hat zur Folge, daß Entwicklungen der Zinssätze in den

USA unausweichlich einen wesentlichen Einfluß auf die Finanzentwicklung und die Geld- und Wechselkurspolitik in anderen Staaten ausüben.

In den USA besteht nunmehr allgemein die Gefahr eines erneuten Inflationsauftriebs für den Fall, daß der kräftige Konjunkturaufschwung anhält. In der Tat mehrten sich im Frühjahr 1984 angesichts steigender Zinsen bereits die Anzeichen von Anspannungen auf den Finanzmärkten. Die Aussicht auf einen neuen Zinszyklus war wegen der Auswirkungen, die sich hieraus für ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum im Inland und für die hochverschuldeten Länder im Ausland ergeben könnten, höchst unwillkommen. Man war sich weitgehend einig, daß wirksame Maßnahmen zur Rückführung des Haushaltsdefizits die besten Chancen böten, um eine solche Entwicklung zu verhindern. Für eine Vielzahl anderer Länder gilt, daß mit einer Fortsetzung der Bemühungen um eine Reduzierung der strukturellen Haushaltsungleichgewichte und um maßvolle Lohnabschlüsse gerechnet werden kann, da sich die Erkenntnis durchgesetzt hat, daß eine ausgewogenere Wirtschaftspolitik im Inland auch eine Vorbedingung für niedrigere Zinsen und mehr Spielraum für Investitionen und Wirtschaftswachstum darstellt.

V. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Schwerpunkte

Die Entwicklung des Welthandels und der Zahlungsbilanzen im Jahr 1983 wies zwei wesentliche positive Merkmale auf. Erstens brachte der durch das kräftige Wachstum der US-Wirtschaft in den entwickelten Ländern eingeleitete Konjunkturaufschwung eine erneute Belebung des Welthandelsvolumens, die sich im Jahresverlauf beschleunigte. Zweitens bewirkte die Erholung des Welthandels zusammen mit beträchtlichen Anpassungsbemühungen der Defizitländer einige deutliche Verbesserungen im weltweiten Leistungsbilanzgefüge. Am stärksten waren diese bei den zusammengenommenen Leistungsbilanzpositionen der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer, wo die Anpassung am dringendsten notwendig war, aber auch in den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe. Darüber hinaus verringerten sich die Leistungsbilanzdefizite einer Reihe von Ländern der Zehnergruppe, während die gemeinsame Leistungsbilanzposition der OPEC-Länder im Verlauf des Jahres wieder zum Gleichgewicht zurückkehrte.

Andererseits entstanden in den zwei größten Industrieländern der Welt im Jahr 1983 erhebliche Leistungsbilanzungleichgewichte. In den USA war der in diesem Ausmaß beispiellose Anstieg des Defizits vor allem auf den Einfluß des inländischen Wirtschaftsaufschwungs und einen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen. Der Anstieg des Überschusses Japans fußte auf dem Zusammenwirken eines kräftigen Exportwachstums und einer stabilen Importnachfrage, die zum Teil auf einen effizienteren Einsatz importierter Rohstoffe zurückzuführen ist.

Obleich der Fortschritt vieler Länder in Richtung auf ein größeres Leistungsbilanzgleichgewicht im vergangenen Jahr in großem Maße das Ergebnis der Zurückhaltung bei den Importen war, hätte er ohne den massiven Anstieg der US-Importnachfrage und die damit verbundene Verschlechterung der US-Leistungsbilanz nicht stattfinden können. Dabei war der Nutzen der von den USA angeführten Belebung des Welthandels nicht gleichmäßig verteilt. Unter den Industrieländern war Japan am besten in der Lage, sich den Aufschwung zunutze zu machen. Unter den Entwicklungsländern verzeichneten die exportorientierten Wirtschaften Asiens Wachstumsraten ihrer Exporte, die ausreichten, um die Importbremsen zu lockern, während andere Länder, vor allem in Lateinamerika, sich zur Verbesserung ihrer Außenwirtschaftsposition noch immer auf Importkürzungen stützen mußten.

Was die Kapitalbilanz betrifft, war das markanteste einzelne Merkmal der Entwicklung 1983 die Finanzierung des rasch anwachsenden US-Leistungsbilanzdefizits, die mit einer neuerlichen Aufwertung des US-Dollars einherging. Das bedeutete, daß hinter der Aufwertung des Dollars Kapitalzuflüsse in bisher noch nie

erlebtem Ausmaß standen, die selbst zur Verschärfung des US-Leistungsbilanzdefizits beitrugen. In anderen Ländern führte die Verringerung der Leistungsbilanzdefizite zu einer erheblichen Abnahme des Auslandskreditbedarfs. Allerdings mußte in einer Reihe von hochverschuldeten Ländern, vor allem in Lateinamerika, die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite unter Führung des Internationalen Währungsfonds organisiert werden.

Trotz der im vergangenen Jahr erzielten Verbesserungen wies das Bild des Weltzahlungsbilanzgefüges im Frühjahr 1984 in mehrfacher Hinsicht dunkle Stellen auf. Erstens ist die Struktur der US-Zahlungsbilanz offensichtlich unbefriedigend. Das für 1984 prognostizierte Leistungsbilanzdefizit und die zu seiner Finanzierung erforderlichen Kapitalzuflüsse dürften nicht aufrechtzuerhalten sein und könnten zu einer Bedrohung für die internationale Finanzstabilität werden. Zweitens dürfte der Überschuß Japans weiter ansteigen, was zu vermehrten Schwierigkeiten im Handel führen könnte, und drittens sind die hochverschuldeten Länder Lateinamerikas noch weit davon entfernt, aus eigener Kraft eine Außenwirtschaftsposition finanzieren zu können, die eine Wiederaufnahme des inländischen Wirtschaftswachstums erlaubt.

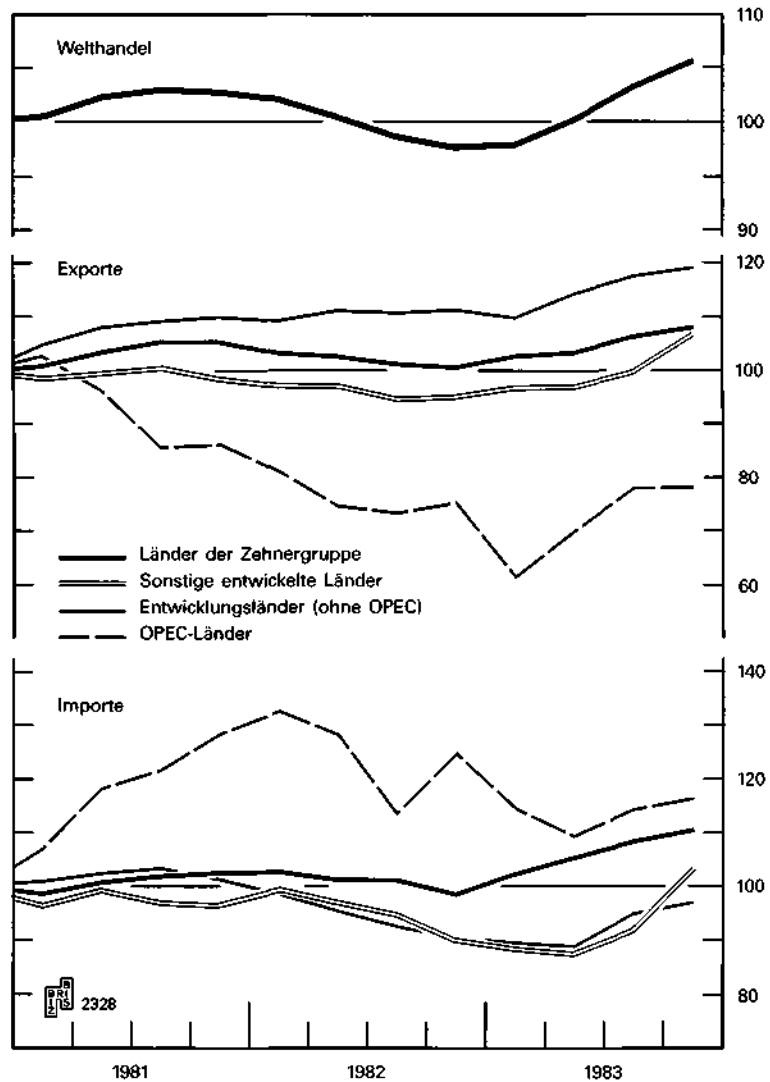
Welthandel

Das Volumen des Welthandels nahm 1983 um 2% zu, nachdem es im vorangegangenen Jahr um 2½% gesunken war. Dennoch war der Handel nach dem Zweiten Weltkrieg noch nie so schwach wie seit 1979. Die in Dollar ausgedrückten Welthandelspreise fielen 1983 um 4½%, ein Rückgang im dritten aufeinanderfolgenden Jahr, und der wertmäßige Handel schrumpfte um etwa 2½% auf \$ 1 900 Mrd. Das Handelsvolumen der gewerblichen Erzeugnisse nahm um fast 4% zu, während jenes der industriellen Rohstoffe (einschl. Erdöl) weiter um 6% sank; der Handel mit landwirtschaftlichen Produkten weitete sich um 2% aus.

Über das gesamte Jahr gesehen wiesen die Veränderungen des Handelsvolumens in den wichtigsten Ländergruppen stark unterschiedliche Entwicklungen auf. Nur die Länder der Zehnergruppe verzeichneten einen Zuwachs des Importvolumens (über 5%), wovon zwei Drittel auf die USA entfielen. Im Gegensatz dazu nahmen die mengenmäßigen Importe in allen anderen Ländergruppen ab. Der Rückgang von etwa 2% in den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe war ungefähr so groß wie im Jahr zuvor. In den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern lag die Abnahme mit etwa 1½% erheblich unter dem Rückgang von 7% im Jahr 1982, wenngleich sich die Volumensveränderungen von Land zu Land stark unterschieden. In den OPEC-Ländern schließlich, wo die realen Importe 1982 noch zugenommen hatten, führten außenwirtschaftlich bedingte Beschränkungen zu einer Verminderung um nicht weniger als 9%. Das Exportwachstum war gleichmäßiger verteilt, die OPEC-Länder ausgenommen, wo die in den ersten Monaten des Jahres 1983 schwache Nachfrage nach Erdöl die Exporte über das Jahr gesehen weiter um 6% zurückgehen ließ. In den Ländern der Zehnergruppe glich ein Zuwachs von 3% die Schrumpfung vom Vorjahr aus; in den kleineren entwickelten Ländern beschleunigte sich das Exportwachstum auf 4%, und in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern war es mit 5% mehr als doppelt so groß wie im Vorjahr.

Welthandelsvolumen 1981-83*

Viertes Quartal 1980 = 100



* Saisonbereinigt.

Wie hingegen aus der obenstehenden Grafik ersehen werden kann, nahmen alle Ländergruppen mit fortschreitendem Jahresverlauf am Aufschwung teil. Die Neubelebung des Welthandels wurde von den Zehnergruppenländern ausgelöst, wo sich gegen Ende 1982 die Importnachfrage, vor allem in den USA, zu beschleunigen begann. Im übrigen war das entsprechende Exportwachstum anfänglich auf die Zehnergruppe beschränkt und führte zu einem Anstieg des Handels innerhalb der Gruppe von etwa 4%. Der Anstoß übertrug sich dann allmählich auf andere Ländergruppen, in denen das Exportvolumen nach dem ersten Quartal 1983, besonders

in den OPEC-Ländern, merklich zu steigen begann. Das verspätete Reagieren des Importvolumens in Ländern außerhalb der Zehnergruppe muß hauptsächlich dem Festhalten an Importbeschränkungen in vielen Ländern zugeschrieben werden. Dennoch fand der Aufschwung im zweiten Halbjahr auf breiterer Basis statt, und der Welthandel nahm gegenüber dem ersten Halbjahr um fast 6% zu.

Schließlich beeinflussten deutlich voneinander abweichende Dollarpreisentwicklungen bei den Hauptkategorien der gehandelten Güter – der Durchschnittspreis der gewerblichen Produkte fiel um 3%, der von Erdöl um 12%, während die Rohstoffpreise um 7% stiegen – die realen Austauschrelationen der einzelnen Ländergruppen. Eine beträchtliche Verschlechterung der relativen Handelspreise der OPEC-Länder um 9% fand ihren Niederschlag vor allem in einem Terms-of-trade-Gewinn der entwickelten Länder um etwa 2%. Die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer verzeichneten erstmals seit 1977 eine geringfügige Verbesserung ihrer Terms of trade von etwa ½%.

Internationale Zahlungsbilanzentwicklung

Die Verteilung der Leistungsbilanzsalden im abgelaufenen Jahr – ersichtlich aus der umstehenden Tabelle – spiegelt weitverbreitete Anpassungen wider, die in vieler Hinsicht zu einer ausgewogeneren globalen Zahlungsbilanzstruktur als vorher führten. Andererseits entstanden große Ungleichgewichte in den USA und Japan. Überdies bleibt das Bild der Weltleistungsbilanz wegen der statistischen Diskrepanzen weiterhin unscharf. Nur etwa die Hälfte der Summe aller erfaßten Verbesserungen der Leistungsbilanzpositionen im Jahr 1983 war durch entsprechende statistisch verzeichnete Verschlechterungen abgedeckt. Dementsprechend verringerte sich die Lücke der weltweiten Leistungsbilanz um \$ 28 Mrd.; sie setzt sich aus dem Wiederaufleben des traditionellen Überschusses der Welthandelsbilanz und einer Verringerung des globalen Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen zusammen.

Die Anpassung der gesamten Leistungsbilanzpositionen war besonders deutlich in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern und den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe, deren Defizite, reduziert um \$ 21 bzw. 13 Mrd., auf Niveaus zurückkehrten, die im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt nicht viel höher als jene vor dem zweiten Ölschock waren. Innerhalb dieser Gruppen wurden die größten Verbesserungen in den meisten Fällen von Ländern erzielt, die vorher umfangreiche Defizite aufwiesen. Eine erhebliche Anpassung fand auch in den OPEC-Ländern statt, wo ein Ausgleich der Leistungsbilanz im zweiten Halbjahr das Jahresdefizit auf \$ 19 Mrd. begrenzte, was nicht wesentlich mehr als im Vorjahr war. Die Staatshandelsländer wiesen bereits im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr beträchtliche Überschüsse auf, wovon der Großteil auf die UdSSR und China entfiel. In den Ländern der Zehnergruppe, deren zusammengenommenes Defizit sich auf \$ 11 Mrd. verdoppelte, wurden erhebliche Verringerungen der Leistungsbilanzdefizite in einigen Ländern vom Entstehen eines Defizits von \$ 41,3 Mrd. in den USA und eines Überschusses von \$ 20,8 Mrd. in Japan überschattet.

Mit Ausnahme einiger großer Schuldnerländer stellte die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite im abgelaufenen Jahr kein Problem dar. In den USA wurde

Leistungsbilanzsalden 1981–83¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1981	1982	1983	1981	1982	1983	1981	1982	1983
Milliarden US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	- 4,7	- 3,6	- 1,9	0,5	1,1	1,4	- 4,2	- 2,5	- 0,5
Deutschland (BR) . . .	15,5	24,3	21,0	-21,3	-20,8	-17,0	- 5,8	3,5	4,0
Frankreich	-10,0	-15,8	- 7,7	5,2	3,7	3,9	- 4,8	-12,1	- 3,8
Großbritannien	7,5	4,2	- 0,8	7,5	5,5	3,9	15,0	9,7	3,1
Italien	-10,6	- 7,9	- 3,1	2,5	2,4	3,6	- 8,1	- 5,5	0,5
Japan	20,0	18,1	31,5	-15,2	-11,2	-10,7	4,8	6,9	20,8
Kanada	6,2	14,8	14,6	-11,0	-12,4	-13,3	- 4,8	2,4	1,3
Niederlande	3,8	4,6	4,0	- 1,0	- 1,0	- 0,6	2,8	3,6	3,4
Schweden	1,6	0,8	3,1	- 4,4	- 4,4	- 4,2	- 2,8	- 3,6	- 1,1
Schweiz	- 3,3	- 2,1	- 3,0	6,1	5,7	5,9	2,8	3,6	2,9
USA	-28,1	-36,4	-61,1	32,7	25,2	19,8	4,6	-11,2	-41,3
<i>Zehnergruppe insgesamt</i>	<i>- 2,1</i>	<i>1,0</i>	<i>- 3,4</i>	<i>1,6</i>	<i>- 6,2</i>	<i>- 7,3</i>	<i>- 0,5</i>	<i>- 5,2</i>	<i>-10,7</i>
Australien	- 2,3	- 2,7	0,1	- 6,0	- 5,9	- 5,5	- 8,3	- 8,6	- 5,4
Dänemark	- 0,9	- 0,8	- 0,1	- 0,9	- 1,5	- 1,2	- 1,8	- 2,3	- 1,3
Finnland	0,7	0,3	0,2	- 1,0	- 1,2	- 1,1	- 0,3	- 0,9	- 0,9
Griechenland	- 6,7	- 5,9	- 5,4	4,3	4,0	3,5	- 2,4	- 1,9	- 1,9
Irland	- 2,2	- 1,6	- 0,6	0,1	0,1	0,2	- 2,1	- 1,5	- 0,4
Israel	- 3,5	- 3,3	- 4,1	2,1	1,2	1,8	- 1,4	- 2,1	- 2,3
Jugoslawien	- 3,1	- 2,0	- 1,3	2,2	1,5	1,6	- 0,9	- 0,5	0,3
Neuseeland	- 0,0	- 0,2	0,9	- 1,4	- 1,2	- 1,5	- 1,4	- 1,4	- 0,6
Norwegen	3,0	2,4	4,4	- 0,8	- 1,7	- 2,2	2,2	0,7	2,2
Osterreich	- 4,8	- 3,3	- 3,4	3,3	3,7	3,3	- 1,5	0,4	- 0,1
Portugal	- 5,1	- 4,9	- 2,9	2,5	1,6	1,3	- 2,6	- 3,3	- 1,6
Spanien	-10,1	- 9,2	- 7,4	5,1	5,0	4,9	- 5,0	- 4,2	- 2,5
Südafrika	- 0,2	0,7	3,9	- 4,3	- 3,7	- 3,6	- 4,5	- 3,0	0,3
Türkei	- 3,1	- 2,0	- 2,4	1,3	1,2	0,4	- 1,8	- 0,8	- 2,0
<i>Sonstige ent- wickelte Länder</i>	<i>-38,3</i>	<i>-32,5</i>	<i>-18,1</i>	<i>6,5</i>	<i>3,1</i>	<i>1,9</i>	<i>-31,8</i>	<i>-29,4</i>	<i>-16,2</i>
<i>Entwickelte Län- der zusammen</i>	<i>-40</i>	<i>-32</i>	<i>-22</i>	<i>8</i>	<i>- 3</i>	<i>- 5</i>	<i>-32</i>	<i>-35</i>	<i>-27</i>
OPEC-Länder ²	126	63	44	-75	-78	-63	51	-15	-19
Entwicklungsländer (ohne OPEC) ³	-65	-45	-26	-17	-19	-17	-82	-64	-43
<i>Entwicklungsländer zusammen</i>	<i>61</i>	<i>18</i>	<i>18</i>	<i>-92</i>	<i>-97</i>	<i>-80</i>	<i>-31</i>	<i>-79</i>	<i>-62</i>
Staatshandelsländer ⁴	2	14	15	- 5	- 2	- 0	- 3	12	15
Insgesamt	23	0	11	-89	-102	-85	-66	-102	-74

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 voll vergleichbar. ⁴ Bulgarien, Deutsche Demokratische Republik, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn, Volksrepublik China.

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

das steigende Defizit vor allem durch die außerordentlich umfangreichen Nettokapitalzuflüsse über die Banken – wie die Aufwertung des Dollars zeigt – mit Leichtigkeit finanziert. In den übrigen Zehnergruppenländern blieben die gesamten Kapitalabflüsse 1983 fast unverändert, und Verbesserungen der Leistungsbilanz schlugen sich in einigen Ländern im wesentlichen in einer Anreicherung der amtlichen Nettowährungsreserven nieder. In den restlichen Ländern erleichterten die Rückgänge der Leistungsbilanzdefizite ihre Finanzierung sehr, und sowohl die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer als auch die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe konnten trotz deutlich verringerter Mittelzuflüsse aus dem internationalen Bankensektor eine mäßige Aufstockung der offiziellen Reserven vornehmen. Allerdings mußten für einige Länder mit umfangreicher Auslandsverschuldung internationale Finanzierungspakete zusammengestellt werden.

Angesichts der beträchtlichen Veränderungen in der US-Zahlungsbilanz im Jahr 1983 und ihrer Bedeutung für andere Länder beginnt die Untersuchung der Zahlungsbilanzentwicklungen in den wichtigsten Ländergruppen und den einzelnen Ländern mit einer Analyse der US-Zahlungsbilanz.

Zahlungsbilanz der USA

Die Verschlechterung der *Leistungsbilanz* der USA, die im zweiten Halbjahr 1982 einsetzte, beschleunigte sich im Jahr 1983 deutlich, als das Defizit auf \$ 41,3 Mrd. anstieg. Der Fehlbetrag erreichte im letzten Quartal des Jahres einen saisonbereinigten Jahreswert von fast \$ 64 Mrd. und stieg – so berechnet – Schätzungen zufolge im ersten Quartal 1984 weiter auf mehr als \$ 80 Mrd. Während der Großteil der Leistungsbilanzverschlechterung im Jahr 1983 seinen Ursprung in der Handelsbilanz hatte, ging auch der Überschuß bei den unsichtbaren Leistungen um \$ 5,4 Mrd. zurück, im wesentlichen bedingt durch höhere Nettoausgaben für Reisen und eine Verringerung der Nettokapitalerträge um \$ 3,7 Mrd. Letzteres spiegelte einen deutlichen Anstieg der Erträge des Auslands aus Direktinvestitionen in den USA und geringere Nettoeinkommen aus US-Portfolioinvestitionen im Ausland wider, die sowohl auf das zunehmende Gefälle zwischen US- und ausländischen Zinssätzen als auch auf Portfolioumschichtungen in Zusammenhang mit umfangreichen Nettokapitalzuflüssen über die Banken in die USA zurückgingen.

Die Vergrößerung des US-Handelsbilanzdefizits im vergangenen Jahr stellt die Fortsetzung einer Entwicklung dar, die 1981 begonnen hatte. Seither hat sich eine Reihe von sowohl positiven als auch negativen Faktoren deutlich auf die Handelsbilanz ausgewirkt; Schätzungen des relativen Stellenwerts dieser Faktoren werden in der folgenden Tabelle dargestellt.

Betrachtet man zunächst die positiven Faktoren, so zeigte sich zwischen 1981 und 1983 eine Abnahme der US-Zahlungen für importiertes Rohöl und Erdölprodukte um \$ 25½ Mrd. oder ein Drittel. Obwohl dies in gewissem Maße durch den Rückgang des Durchschnittspreises von importiertem Erdöl von \$ 35 auf 28,5 pro Faß erklärt wird, muß es im wesentlichen dennoch einer eindrucksvollen Drosselung des Volumens zugeschrieben werden. Sogar als sich 1983 die inländische

USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderungen 1981–83 (Schätzung)

Jahr	Veränderungen der Handelsbilanz	Basierend auf Veränderungen der				
		Erdölimporte	Terms of trade (ohne Erdöl)	Exportmärkte ¹	inländischen Nachfrage ²	Wettbewerbsfähigkeit und sonstiger Faktoren
Milliarden US-Dollar						
1981	- 2,5	1½	15½	8½	- 9	-19
1982	- 8,3	16½	2½	-17½	3	-13
1983	-24,7	7½	6½	0	-14	-25
1981–83	-35,5	25½	24½	- 9	-20	-57

¹Wachstum des Importvolumens von US-Handelspartnern gewichtet mit ihren Anteilen an den US-Exporten. ²Ohne Erdölimporte.

Nachfrage in den USA lebhaft entfaltete, schrumpften die realen Erdölimporte um 2%, womit sich ihre kumulative Abnahme seit 1980 auf 28% belief. Dieses bemerkenswerte Ergebnis konnte durch Einsparungen (der Erdölverbrauch ging 1983 im fünften aufeinanderfolgenden Jahr zurück), Lagerabbau und eine leichte Zunahme der inländischen Produktion erzielt werden.

Die US-Handelsbilanz wurde in den Jahren 1981–83 auch von Veränderungen der Terms of trade (ohne Erdöl) erheblich begünstigt. Hauptsächlich wegen der Stärke des US-Dollars, dessen durchschnittliche jährliche Aufwertung auf gewogener Basis zwischen 1980 und 1983 bei 35% lag, belief sich der kumulative Terms-of-trade-Gewinn (ohne Erdöl) in den vergangenen drei Jahren auf 12%, was eine Verbesserung der Handelsbilanz um \$ 24½ Mrd. bewirkte.

Der Einfluß dieser positiven Faktoren wurde jedoch durch die ungünstigen Auswirkungen der schrumpfenden Exportmärkte, der inländischen Nachfrageentwicklung und anderer Faktoren, wie vor allem des Verlusts an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, auf das Handelsvolumen mehr als aufgewogen. Was die Entwicklung auf den US-Exportmärkten betrifft, so zeigte die Tatsache, daß Kanada und Lateinamerika 1981 zusammen mehr als ein Drittel der gesamten US-Exporte auf sich vereinigten, daß die USA für die spätere Schwäche dieser Exportmärkte, bedingt durch die Rezession in Kanada und die Schuldenprobleme in Lateinamerika, besonders anfällig waren. Man schätzt, daß die US-Exportmärkte im Jahr 1982 um nahezu 8% oder dreimal so stark wie der reale Welthandel schrumpften, was zu einem geschätzten Exportverlust von \$ 17½ Mrd. führte. Obwohl der Rückgang 1983 zum Stillstand kam, blieben die US-Exportmärkte verglichen mit dem Wachstum des Welthandels weiterhin schwach. Hätte die Entwicklung der Nachfrage auf den US-Exportmärkten in den vergangenen drei Jahren mit dem Welthandel Schritt gehalten, so wären die US-Exporte um mehr als \$ 9 Mrd. höher ausgefallen.

Der ungünstige Einfluß schwacher Exportmärkte auf die Handelsbilanz wurde generell durch den inländischen Nachfragedruck in den USA verstärkt. Während ein einprozentiger Rückgang der Nachfrage im Jahr 1982 die Importe um etwa \$ 3 Mrd. verringerte, schätzt man, daß die lebhafte Nachfrage im Jahr 1981 und besonders im Jahr 1983 das Importvolumen um nicht weniger als \$ 23 Mrd. vergrößerte.

Der weitaus größte negative Einfluß auf die US-Handelsbilanz seit 1981 muß den sonstigen Faktoren zugeschrieben werden, deren bedeutendster sicherlich der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit infolge der verzögerten Auswirkungen des Anstiegs des realen effektiven Dollarkurses war. Dieser Einfluß kann sowohl aus der Entwicklung der wichtigsten Exportkategorien als auch aus der Verteilung des Außenhandels auf verschiedene Ländergruppen ersehen werden.

Was die Entwicklung der Hauptkategorien der US-Exporte betrifft, so sank der Anteil der USA an den gesamten Exporten der OECD-Länder von 1981 bis 1983 bei landwirtschaftlichen Produkten und Rohstoffen (ohne Erdöl) um 5%, während der Rückgang des Exportanteils bei gewerblichen Produkten – die empfindlicher auf Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit reagieren – 9% betrug. Ähnlich schrumpfte das Gesamtvolumen der landwirtschaftlichen US-Exporte in den vergangenen drei Jahren um 10½%, das der nichtlandwirtschaftlichen Produkte fiel aber sogar um 22½%. Auf der Importseite verliefen hingegen die Volumensbewegungen – zumindest bis Mitte 1983 – im wesentlichen parallel mit den Veränderungen der inländischen Nachfrage, was bedeutet, daß Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit eher in Schwankungen der Gewinnspannen als der Mengen zum Ausdruck kamen. Dies würde nahelegen, daß ausländische Konkurrenten entweder die Wettbewerbsgewinne nur als kurzfristig betrachteten, somit eine bedeutende Kapazitätsausweitung nicht gerechtfertigt schien, oder von einer größeren Importdurchdringung Abstand nahmen, um dadurch nicht Handelshemmnisse heraufzubeschwören.

USA: Veränderungen der Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen 1981–83

Jahr	Gesamte Handelsbilanz	Industrieländer	Kanada	Japan	OPEC-Länder	Nicht-OPEC-Entwicklungsländer	Länder Lateinamerikas	Osteuropa
1981	- 2,5	-11,7	1,0	- 5,4	9,4	- 0,4	1,9	0,2
1982	- 8,3	-14,4	- 6,9	- 1,2	18,0	-11,7	- 9,5	- 0,2
1983	-24,2	-10,6	- 1,2	- 2,6	0,8	-13,2	- 7,8	- 1,2
1981–83	-35,0	-36,7	- 7,1	- 9,2	28,2	-25,3	-15,4	- 1,2

Die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit zusammen mit schrumpfenden Exportmärkten wirkte sich auch auf die Verteilung des US-Außenhandels auf verschiedene Länder aus. Wie aus der obigen Tabelle ersichtlich ist, betraf die größte Verschlechterung den Handel mit anderen Industriestaaten, dessen Saldo von einem Überschuß von \$ 9,3 Mrd. im Jahr 1980 in ein Defizit von \$ 27,4 Mrd. im Jahr 1983 umschlug. Die zweitgrößte ungünstige Verlagerung fand im Handel mit den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern statt, in dem ein kleiner Überschuß im Jahr 1980 durch ein Defizit in Höhe von \$ 24,7 Mrd. im Jahr 1983 ersetzt wurde. Zum Großteil war diese Verschlechterung durch die Anpassungspolitik in lateinamerikanischen Ländern bedingt. Außerdem wurde nach 1981 mehr Erdöl aus Mexiko eingeführt. Die Verlagerung auf Erdöllieferungen aus Nicht-OPEC-Quellen sowie

die kräftige Verringerung der gesamten Erdölimporte waren die Hauptursachen für die deutliche Verbesserung der regionalen US-Handelsbilanz mit den OPEC-Ländern.

In der *Kapitalbilanz* gab es 1983 eine wesentliche Veränderung des Grundmusters der Nettokapitalzuflüsse in die USA. Nettozuflüsse über die Banken finanzierten fast zwei Drittel des Leistungsbilanzdefizits, während die statistisch erfaßten Kapitalzuflüsse im Nichtbankenbereich und in noch größerem Umfang die statistisch nicht erfaßten Zuflüsse im Vergleich zu 1982 deutlich abnahmen.

USA: Kapitalverkehr 1981-83

	1981	1982	1983				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar						
Kapitalbilanz	-30,2	-27,8	29,1	- 4,6	8,8	12,4	12,4
Statistisch erfaßte Transaktionen von Nichtbanken	11,5	17,3	2,8	0,7	2,7	- 0,6	- 0,1
Direktinvestitionen (netto)	12,3	13,4	1,9	2,4	1,3	- 1,4	- 0,4
<i>im Ausland</i>	- 9,7	3,0	- 7,6	0,3	- 0,9	- 4,5	- 2,4
<i>in den USA</i>	22,0	10,4	9,5	2,1	2,2	3,2	2,1
Wertpapiertransaktionen (netto)	4,5	5,2	9,7	4,1	2,5	1,2	1,8
<i>Ausländische Wertpapiere</i>	- 5,6	- 8,0	- 7,5	- 1,8	- 3,2	- 1,6	- 0,9
<i>US-Schatzpapiere</i>	3,0	7,0	8,6	2,9	3,1	1,0	1,6
<i>Sonstige US-Wertpapiere</i>	7,2	6,1	8,6	3,0	2,6	1,8	1,1
Sonstige Kapitaltransaktionen von privaten Nichtbanken (netto)	- 0,2	3,9	- 4,2 ¹	- 4,5	- 0,3	0,6	.
Sonstige Kapitaltransaktionen des öffentlichen Sektors (netto)	- 5,1	- 5,2	- 4,6	- 1,3	- 0,8	- 1,0	- 1,5
Kapitalströme über Banken (netto)	-41,7	-45,1	26,3	- 5,3	6,1	13,0	12,5
Statistische Diskrepanz	24,2	41,4	7,1	8,8	- 0,6	1,8	- 2,9
Veränderungen der:							
offiziellen Nettoreserveposition ²	1,4	- 2,4	4,6	- 0,5	1,6	- 2,2	5,7
<i>Forderungen (= Zunahme)</i>	- 4,1	- 5,0	- 1,2	- 0,8	0,0	0,5	- 1,0
<i>Verbindlichkeiten (= Abnahme)</i>	5,5	2,7	5,8	0,3	1,6	- 2,8	6,7

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

¹ Erstes bis drittes Quartal. ² Ohne SZR-Zuteilungen und Bewertungsänderungen; Minuszeichen bedeutet Verbesserung.

Im Kapitalverkehr der Nichtbanken reduzierten sich die statistisch erfaßten Kapitalzuflüsse in die USA von \$ 17,3 Mrd. im Jahr 1982 auf nur \$ 2,8 Mrd. im Jahr 1983. Was die Direktinvestitionen betraf, sanken die Nettozuflüsse um \$ 11,5 auf 1,9 Mrd., bedingt vor allem durch eine Wiederaufnahme der Auslandsinvestitionen (netto) von US-Gebietsansässigen. Überdies stiegen die Nettoforderungen der amerikanischen nichtfinanziellen Unternehmen gegenüber von ihnen unabhängigen Auslandspartnern in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres um \$ 4,2 Mrd. (wobei der Großteil auf einen Nettoerwerb von Finanzforderungen entfiel), nachdem sie 1982 um \$ 3,9 Mrd. verringert worden waren. Verstärkter Erwerb von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde glich diese Veränderungen zum Teil aus und führte zu einem Anstieg der Nettozuflüsse aus Portfolioinvestitionen von \$ 5,2 auf 9,7 Mrd.

Die statistische Diskrepanz der US-Zahlungsbilanz – in der sich vor allem die nicht erfaßten Kapitaltransaktionen niederschlagen sollten – hatte 1982 Nettozuflüsse von über \$ 40 Mrd. aufgewiesen. Im Jahr 1983 gingen diese Zuflüsse auf nur \$ 7,1 Mrd. zurück, wovon fast der gesamte Betrag auf das erste Quartal des Jahres entfiel. Ein Grund für diese drastische Änderung dürfte im Nachlassen der Zuflüsse von Fluchtkapital in die USA vor allem aus Lateinamerika gelegen haben, da in einigen wichtigen Schuldnerländern Maßnahmen zur Stabilisierung ergriffen wurden. Überdies kann eine Verringerung des Gefälles zwischen kurz- und langfristigen Dollarzinssätzen die ausländischen Investoren dazu veranlaßt haben, sich auf kurzfristige Dollarinvestitionen zu verlegen, deren statistische Erfassung vollständiger ist. In dem Ausmaß, wie solche Investitionen in der Form von Plazierungen bei Banken außerhalb der USA erfolgten, kann die Rückführung dieser Mittel in die USA über Interbanktransaktionen zur Abnahme der statistischen Diskrepanz beigetragen haben.

USA: Kapitalströme über Banken nach Transaktionsarten 1982/83

	Jahr	Alle Transaktionen			Transaktionen in US-Dollar				
		Ins-gesamt	Fremd-währungen	US-Dollar	für eigene Rechnung				Sonstige Trans-aktionen ²
					Ins-gesamt	mit Nicht-banken	mit Auslands-banken ¹	mit eigen-nen Aus-landsnie-derlas-sungen	
Milliarden US-Dollar									
Kapitalströme über Banken (netto)	1982	- 45,1	- 1,2	- 43,9	- 40,8	- 9,3	- 21,8	- 9,6	- 3,1
	1983	26,3	0,0	26,3	18,8	0,3	8,3	10,2	7,5
Veränderung der Forderungen	1982	-109,4	- 2,4	-106,9	-103,0	- 27,1	- 45,2	- 30,6	- 3,9
	1983	- 25,0	0,1	- 25,0	- 32,8	- 12,6	- 1,0	- 19,2	7,8
Veränderung der Verbindlichkeiten	1982	64,3	1,2	63,0	62,2	17,8	23,4	21,0	0,8
	1983	51,3	- 0,0	51,3	51,6	12,9	9,3	29,4	- 0,3

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

¹ Ohne verbundene Institute. ² Umfaßt Transaktionen für Rechnung der Kunden und Veränderungen von Depotverbindlichkeiten.

Das augenfälligste Merkmal der US-Kapitalbilanz im vergangenen Jahr war der Umschwung bei den über die Banken geleiteten Kapitalströmen von einem Nettokapitalabfluß von \$ 45,1 Mrd. im Jahr 1982 zu einem Nettozufluß von \$ 26,3 Mrd. im Jahr 1983. Wie aus der obenstehenden Tabelle hervorgeht, nahm das Wachstum der Bruttoauslandsforderungen der Banken in den USA beträchtlich von \$ 109,4 auf 25 Mrd. ab; das Wachstum ihrer Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden hingegen verlangsamte sich vergleichsweise wenig von \$ 64,3 auf 51,3 Mrd.

Bei einem Vergleich des Kapitalverkehrs der Banken in den Jahren 1982 und 1983 ist Vorsicht geboten, da die Zunahme der Bruttoauslandsforderungen und -verbindlichkeiten im Jahr 1982 durch die Umbuchung von Geschäften von anderen Finanzplätzen auf die Ende 1981 eingeführte Internationale Bankenfreizone aufgebläht wurde. Ungeachtet dessen wurde der dramatische Umschwung der Richtung der Nettokapitalströme über Banken im Jahr 1983 offenbar vor allem von zwei

Faktoren bewirkt. Erstens nahmen auf der Forderungsseite die neuen internationalen Ausleihungen an Entwicklungsländer beträchtlich ab. Der Einfluß dieses Faktors ist nicht nur aus der Verringerung der Neuausleihungen an Nichtbanken, sondern auch in gewissem Maße aus der wesentlich größeren Abschwächung des Wachstums der Forderungen gegenüber ausländischen Banken ersichtlich. Die Banken in den USA weiteten ihre Gesamtforderungen gegenüber Banken und Nichtbanken in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern 1983 um nur \$ 9,8 Mrd. aus, verglichen mit einem Zuwachs von \$ 34,8 Mrd. im Jahr 1982, wobei fast drei Viertel der Verringerung auf die Kreditvergabe an lateinamerikanische Länder entfielen.

Der zweite wichtige Faktor für die Umkehr der US-Nettokapitalströme im Bankenbereich lag in der relativen Liquiditätssituation und den relativen Zinsniveaus in den USA und auf anderen wichtigen Finanzplätzen. Im Laufe des Jahres verringerte sich das Zinsgefälle zwischen Dreimonats-Eurodollarsätzen und den vergleichbaren kurzfristigen US-Inlandszinssätzen beträchtlich. Die Banken in den USA nahmen daher umfangreiche Geldbeträge auf dem Eurodollarmarkt auf – hauptsächlich direkt von ihren ausländischen Niederlassungen –, wo die Liquiditätslage von einer Vergrößerung des Gefälles zwischen den Zinssätzen für Dollar und andere wichtige Währungen begünstigt wurde. Im zweiten Halbjahr 1983 erreichten die Nettointerbankzuflüsse in die USA aufs Jahr umgerechnet einen Betrag von \$ 53 Mrd. – fast dreimal so viel, wie diese Zuflüsse während des gesamten Jahres ausmachten.

Die Dauerhaftigkeit der US-Außenwirtschaftsposition. Das Tempo, in dem sich das US-Leistungsbilanzdefizit seit Mitte 1983 ausgeweitet hatte, und die Größenordnung, die es nun erreicht hat, werfen für die Zukunft klare Fragen auf. Das unmittelbar dringende Problem betrifft die weitere Finanzierung des Defizits. Die restliche Welt (ohne Währungsbehörden) erhöhte im vergangenen Jahr ihre Nettoforderungen gegenüber den USA um ca. \$ 36 Mrd.; werden die Gläubiger auch bereit sein, die Forderungen 1984 um mehr als das Zweifache dieses Betrages auszuweiten, und, falls dies zutrifft, würde das günstigere Konditionen als vorher erfordern, um das Risiko auszugleichen, das ihnen durch eine weitere Verlagerung ihres Portefeuilles auf Dollaraktiva entstände? Eine Verbesserung der Konditionen, zu denen ausländische Investoren Forderungen gegenüber den USA erwerben können, kann auf zweifache Weise erfolgen: eine weitere Vergrößerung des Zinsgefälles zugunsten der Dollaranlagen und/oder eine Verbilligung des Dollars in anderen Währungen. In dem Ausmaß, in dem private Investoren nicht bereit wären, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, würde dies zu einem Absinken des Dollarwechselkurses und gleichzeitig zur Finanzierung des Defizits über eine Aufstockung der ausländischen Dollarreserven, die in den USA gehalten werden, führen.

Längerfristig gesehen würde eine erhebliche Verringerung des Leistungsbilanzdefizits mehrere Veränderungen der relativen Konjunktur- und Wettbewerbspositionen der USA und anderer Länder erfordern. Ob jedoch derartige Veränderungen einen reibungslosen Übergang zu einer tragbaren US-Leistungsbilanzposition herbeiführen würden, hängt entscheidend von der Ausrichtung der US-Finanzpolitik ab. Wie in Kapitel IV dargestellt, ist die grundlegende Ursache des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts in der durch das enorme Haushaltsdefizit bedingten Diffe-

renz zwischen amerikanischen Ersparnissen und Investitionen zu suchen. Ohne eine Verringerung des Entsparens im öffentlichen Sektor muß wahrscheinlich die Hauptlast der Anpassungen in Richtung auf ein Gleichgewicht zwischen Ersparnissen und Investitionen vom privaten Sektor durch eine Zurücknahme der Investitionen getragen werden, was durch übermäßig hohe Zinssätze bewirkt wird. Dies würde jedoch bedeuten, daß die Beseitigung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts in erster Linie über die Auswirkungen einer kräftigen Abnahme der US-Importnachfrage erreicht würde. Darüber hinaus würde für die Dauer des durch hohe Zinssätze getragenen Höhenflugs des Dollars von einer Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition der USA keine Unterstützung für die Anpassung der Handelsbilanz kommen.

Zahlungsbilanzentwicklungen in den übrigen Ländern der Zehnergruppe

Leistungsbilanzentwicklung. Mit Ausnahme von Japan, wo ein großer Überschuß verzeichnet wurde, bewegten sich die Leistungsbilanzen der Länder der Zehnergruppe außer den USA im Jahr 1983 generell in Richtung auf einen besseren Ausgleich. Vier Länder, die in den Jahren 1981 und 1982 große Defizite ausgewiesen hatten – Frankreich, Italien, Schweden und Belgien –, verbesserten im vergangenen Jahr ihre Leistungsbilanzposition beträchtlich. Alle vier stärkten ihre Außenhandelsbilanz durch eine Mischung von restriktiver Nachfragepolitik und verbesserten Exportergebnissen, die in einigen Fällen von einer günstigen Terms-of-trade-Entwicklung unterstützt wurde. In zwei anderen Ländern, in Großbritannien und Kanada, nahmen die Überschüsse der Leistungsbilanz infolge einer deutlichen Belebung der inländischen Nachfrage ab, deren Effekte jedoch in Kanada durch die kräftige Exportnachfrage aus den USA erheblich abgemildert wurden. In den drei verbleibenden Ländern – Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz – blieben die Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber 1982 fast unverändert, wobei eine gewisse Abschwächung der Handelsbilanz – zum Teil als Folge einer Belebung der inländischen Nachfrage im Laufe des Jahres – im großen und ganzen durch gegenläufige Veränderungen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz ausgeglichen wurde. Die wichtigsten Merkmale der Leistungsbilanzentwicklung in den einzelnen Ländern werden in den folgenden Absätzen beschrieben.

Der Leistungsbilanzüberschuß *Japans* stieg im vergangenen Jahr auf mehr als das Dreifache (\$ 20,8 Mrd.), was einen Rekord für ein Öleinfuhrland darstellt. Ein großer Teil dieses Anstiegs muß der äußerst günstigen Exportentwicklung zugeschrieben werden. Der Handelsbilanzüberschuß nahm von \$ 18,1 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 31,5 Mrd. im Jahr 1983 zu, wobei im dritten Quartal des Jahres saisonbereinigt und auf das Jahr umgerechnet ein Höchststand von mehr als \$ 34 Mrd. erreicht wurde. Das Exportvolumen wuchs um 9%, und bei stagnierendem Importvolumen stieg der Handelsbilanzüberschuß real um über \$ 10 Mrd.; darüber hinaus verbesserten sich die Terms of trade um 3%. Wenngleich das Wachstum der realen Exporte eindrucksvoll war, entsprach es doch offensichtlich im großen und ganzen den Entwicklungen auf den Exportmärkten und den verzögerten Auswirkungen der Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Japans in den Jahren 1981 und 1982. Ein überraschenderes Merkmal war jedoch die Schwäche der

realen Importe angesichts eines dreiprozentigen Wirtschaftswachstums. Dies war zum Teil der relativ späten Belebung der inländischen Nachfrage im vergangenen Jahr und dem langsamen Lageraufbau zuzuschreiben; wichtiger war jedoch die effizientere Nutzung von importierter Energie und anderen Rohstoffen, die zusammen fast zwei Drittel der gesamten Importe ausmachten. Der Erfolg Japans bei der Einsparung von Energie und anderen Rohstoffen ist der Hauptgrund für seine ungewöhnlich niedrige Importnachfrageelastizität. Dies bedeutet, daß ohne eine erhebliche reale Aufwertung des Yen eine Verringerung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts in den kommenden Jahren höchst unwahrscheinlich ist, selbst wenn Japans inländisches Nachfragewachstum das der anderen Länder erheblich überstiege.

Von den vier Ländern der Zehnergruppe, die im Jahr 1983 ihre Leistungsbilanzdefizite erheblich verringerten, erzielte *Frankreich* die größte Verbesserung mit einer Kürzung um zwei Drittel auf \$ 3,8 Mrd. Die Veränderung stammt fast ausschließlich aus der Handelsbilanz, deren Defizit mit \$ 7,7 Mrd. mehr als halbiert wurde, bedingt durch das Zusammenwirken eines Rückgangs des Importvolumens um 2%, eines Zuwachses der realen Exporte um fast 4% und einer Verbesserung der Terms of trade um 2%. Diese Einflüsse schwankten jedoch im Jahresverlauf beträchtlich. Im ersten Halbjahr, als das Defizit auf das Jahr gerechnet um \$ 3,4 Mrd. geringer als in der entsprechenden Vorjahresperiode war, kam die Verbesserung vor allem von der Entwicklung des realen Austauschverhältnisses. Die Abnahme um \$ 4,7 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte ist hauptsächlich auf eine deutliche Ausweitung des Exportvolumens und einen Rückgang der realen Importe angesichts der Verlangsamung der inländischen Nachfrage zurückzuführen. Aus Zollstatistiken geht hervor, daß beinahe die Hälfte der Handelsbilanzverbesserung im Jahr 1983 gegenüber den übrigen Industrieländern und der Großteil des Rests gegenüber OPEC-Ländern erzielt wurden; nach Gütern betrachtet war die wesentliche Veränderung eine Verringerung der Zahlungen für Energieimporte, auf die mehr als die Hälfte des gesamten Importrückgangs entfiel.

Auch in *Italien* stellt die Erwirtschaftung eines geringfügigen Leistungsbilanzüberschusses von \$ 0,5 Mrd. im Jahr 1983 einen eindrucksvollen Umschwung gegenüber dem umfangreichen Defizit von \$ 8,1 Mrd. zwei Jahre zuvor dar. Ein Teil der Verbesserung der Leistungsbilanz um \$ 6 Mrd. im vergangenen Jahr stammte aus einem Anstieg des Überschusses bei den Dienstleistungen und Übertragungen von \$ 2,4 auf 3,6 Mrd., der vor allem einen Zuwachs der Nettoerträge im Reiseverkehr widerspiegelt. Der Großteil war jedoch auf eine Kürzung des Handelsdefizits um \$ 4,8 Mrd. zurückzuführen, die hauptsächlich ein Ergebnis der relativen konjunkturellen Position Italiens war. Die mengenmäßige Ausweitung der Exporte um 5% hing vor allem mit dem Wirtschaftsaufschwung in Nordamerika und Deutschland zusammen. Auf der anderen Seite stagnierten die realen Importe angesichts der weiterhin schwachen inländischen Nachfrage während des Großteils von 1983. Die Auswirkung der mengenmäßigen Veränderungen auf die Handelsbilanz wurde durch einen Terms-of-trade-Gewinn von 1½% verstärkt.

In *Schweden* verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1983 um \$ 2,5 auf 1,1 Mrd., den niedrigsten Wert seit 1978. Der Handelsbilanzüberschuß wies einen Zuwachs von \$ 2,3 Mrd. auf, wobei das Exportvolumen nach der 16prozent-

gen Abwertung der Krone im Oktober 1982 um 11½% zunahm. Gleichzeitig bremste die restriktive Nachfragepolitik den Anstieg des Importvolumens auf 1½%. Die Auswirkung dieser günstigen mengenmäßigen Veränderungen auf die Handelsbilanz wurde jedoch in gewissem Ausmaß durch einen Verlust bei den Terms of trade um 1% aufgewogen, die sich unmittelbar nach der Abwertung besonders deutlich verschlechtert hatten.

Die Leistungsbilanz der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion* verbesserte sich im abgelaufenen Jahr weiter mit einem Rückgang des Defizits um \$ 2 auf nur noch 0,5 Mrd., was vor allem auf verbesserte Handelsergebnisse zurückzuführen war. Da die Terms of trade praktisch unverändert blieben, beruhte die Abnahme des Handelsdefizits um \$ 1,7 Mrd. ganz auf mengenmäßigen Veränderungen. Die inländische Nachfrage, die seit 1980 nicht angestiegen war, schrumpfte 1983 um etwa 2%, und das Importvolumen ging um 3% zurück, worin auch ein Wiedereerringen von Marktanteilen durch belgische Firmen zum Ausdruck kommt. Die Energieimporte gingen um fast ein Fünftel zurück, so daß mehr als die Hälfte der gesamten Verbesserung der Handelsbilanz gegenüber OPEC-Ländern erzielt wurde. Das Exportvolumen stieg um nahezu 2%, wobei der Absatz an rascher wachsende Handelspartner Belgiens – die USA, Deutschland und Großbritannien – die größten Zuwächse zeigte.

Von den beiden Ländern der Zehnergruppe, deren Leistungsbilanzüberschüsse im Jahr 1983 abnahmen, entfiel der größere Rückgang auf *Großbritannien*. Der Überschuß von \$ 3,1 Mrd. war um \$ 6,6 Mrd. geringer als 1982 und damit der niedrigste seit vier Jahren. Eine weitere Zunahme des Überschusses bei Erdöl um \$ 2,6 Mrd. wurde von einem Anstieg des Defizits im Nichtölhandel um \$ 7,6 Mrd. überschattet. Darüber hinaus nahm der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 1,6 Mrd. ab.

Obwohl sich das Austauschverhältnis im Nichtölbereich um über 1% reduzierte, war der Hauptgrund für die Verschlechterung der Handelsbilanz ein Anstieg des Volumens der Nichtölimporte um 8½%, in dem die lebhaft inländische Nachfrage deutlich zum Ausdruck kam. Die mengenmäßigen Exporte nahmen um weniger als 1% zu, zum Teil bedingt durch die während des Großteils des Jahres relativ schwache Nachfrage in Westeuropa, das den Hauptexportmarkt für Großbritannien darstellt. Als die Nachfrage dieser Länder sich dann doch erholte, schlug sich dies im vierten Quartal des Jahres in einer Zunahme des Volumens der gewerblichen Exporte Großbritanniens (ohne Sonderfaktoren) um 9% und einem Anstieg der Erdölexporten um ein Fünftel nieder. Auf der Basis von Zollstatistiken stammten mehr als drei Viertel der zusätzlichen Importe im Jahr 1983 aus Westeuropa, wodurch sich das Handelsdefizit Großbritanniens gegenüber dieser Region weiter vergrößerte.

Der gesamte Rückgang des Überschusses der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1983 entfiel auf Kapitalerträge. Die Nettoerträge aus Direktinvestitionen gingen um \$ 1 Mrd. zurück, worin die relativ gute konjunkturelle Position Großbritanniens im Jahr 1983 zum Ausdruck kommt. Darüber hinaus gingen vor allem wegen der weltweiten Rückbildung der Zinssätze im vergangenen Jahr die Nettoeinkommen aus Portfolioanlagen und die sonstigen

Nettokapitalerträge um \$ 0,7 Mrd. zurück. Die Abnahme des Überschusses der Kapitalerträge auf nur \$ 0,7 Mrd. im Jahr 1983, weniger als ein Drittel des Wertes von 1979, kam jedoch ziemlich überraschend, da sich seit damals die Nettoauslandsinvestitionen Großbritanniens entsprechend dem kumulativen Leistungsbilanzüberschuß von \$ 36 Mrd. verbesserten.

In *Kanada* verringerte sich 1983 der Leistungsbilanzüberschuß um \$ 1,1 auf 1,3 Mrd., was vor allem auf eine Verschlechterung der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz infolge höherer Nettoausgaben für Reisen und verringerter Nettotransfereinnahmen zurückzuführen ist. Der Handelsbilanzüberschuß von \$ 14,6 Mrd. lag nur geringfügig unter dem Niveau von 1982, da unterschiedliche mengenmäßige Entwicklungen – der Zuwachs der realen Importe war mit 15% wesentlich größer als der der realen Exporte mit 9% – durch einen Gewinn bei den Terms of trade um 3% ausgeglichen wurden. Die Zunahme der Exporte war ganz auf die Erholung in den USA zurückzuführen: Die Exporte Kanadas in die USA stiegen trotz eines gewissen Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit um \$ 7 Mrd., während die Exporte in die übrigen Länder abnahmen. Der steile Anstieg des Importvolumens, der weitaus größte unter den Ländern der Zehnergruppe, war vor allem die Folge einer Belebung der Haushaltsausgaben nach der tiefen Rezession von 1982 und einer Wiederaufstockung der Läger; aber auch die kräftige reale Aufwertung des kanadischen Dollars gegenüber dem Yen und einer Reihe europäischer Währungen trug dazu bei. Dies wird durch die Tatsache belegt, daß die Ausweitung der Importe auf einer relativ breiteren Basis als die der Exporte stattfand und daß der Zuwachs des bilateralen Handelsbilanzüberschusses gegenüber den USA von \$ 2,6 Mrd. dementsprechend durch einen Rückgang des Überschusses gegenüber der übrigen Welt ausgeglichen wurde.

Was schließlich die drei traditionellen Überschußländer betrifft, deren Leistungsbilanzpositionen sich im abgelaufenen Jahr nur wenig veränderten, so verzeichnete *Deutschland* einen mäßigen Zuwachs seines Leistungsbilanzüberschusses auf \$ 4 Mrd., wobei eine Verschlechterung der Handelsbilanz um \$ 3,3 Mrd. durch einen Abbau des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 3,8 Mrd. mehr als ausgeglichen wurde.

Die Handelsbilanz schwächte sich im Jahresverlauf ab, wobei der Überschuß saisonbereinigt und auf Jahreswerte umgerechnet von \$ 27,2 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 17,7 Mrd. im vierten Quartal abnahm. Die Belebung der inländischen Nachfrage führte zu einer Zunahme des Importvolumens um 5%, während die realen Exporte trotz eines Anstiegs während der letzten sechs Monate über das Jahr gesehen mehr oder weniger unverändert blieben. Als Folge verschlechterte sich die Handelsbilanz real um \$ 6,5 Mrd., wovon etwa die Hälfte durch eine Verbesserung des realen Austauschverhältnisses um 2% wettgemacht wurde. Das Überwiegen der Nachfrageeffekte auf die Handelsströme kam etwas überraschend angesichts der Tatsache, daß die in den Jahren 1980/81 erzielte erhebliche Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition Deutschlands in den vergangenen zwei Jahren aufrechterhalten werden konnte.

Die Verringerung des Defizits in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz auf \$ 17 Mrd. im Jahr 1983 war vor allem auf einen Umschwung von \$ 2,5 Mrd. in

der Kapitalertragsbilanz zu Nettoeinnahmen von \$ 1,6 Mrd. zurückzuführen. Dies war das Ergebnis einer Reihe von Faktoren: Erstens stiegen Deutschlands Nettoauslandsforderungen entsprechend dem Leistungsbilanzüberschuß; zweitens verringerte die Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar den Dollarwert der Zahlungen von Kapitalerträgen an Gebietsfremde; und schließlich gingen wegen der Veränderungen des weltweiten Zinsgefüges im vergangenen Jahr die Ausgaben für Kapitaleinkommen stärker als die Einnahmen zurück, da die durchschnittliche Laufzeit der Auslandsforderungen jene der Auslandsverbindlichkeiten übersteigt. Darüber hinaus gab es eine weitere Abnahme der Nettoausgaben für Auslandsreisen in Höhe von \$ 1,3 Mrd. und einen Rückgang der offiziellen Transferzahlungen um \$ 0,7 Mrd., bedingt durch geringere Nettoleistungen an das EG-Budget.

In den *Niederlanden* belief sich der Leistungsbilanzüberschuß im vergangenen Jahr auf \$ 3,4 Mrd., etwa gleichviel wie 1982. Ein Rückgang des Handelsbilanzüberschusses um \$ 0,6 auf 4 Mrd. wurde durch eine Verringerung des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen vor allem infolge niedrigerer offizieller Transferzahlungen fast ausgeglichen. Der Handelsbilanzüberschuß stieg real an, wobei der Zuwachs des Exportvolumens um 6% den des Importvolumens um 2 Prozentpunkte überstieg, was aber durch eine Verschlechterung der Terms of trade um 2% überkompensiert wurde. Den holländischen Exporteuren kamen besonders der Aufschwung in Deutschland und Verbesserungen ihrer internationalen Wettbewerbsposition seit Ende 1982 zugute.

Der Ertragsbilanzüberschuß der *Schweiz* sank 1983 um \$ 0,7 auf 2,9 Mrd. Angesichts der Nachfrageerholung nach dem Rückgang im Jahr 1982 war der Anstieg des Importvolumens um 4,5% der Hauptgrund für die Ausweitung des Handelsbilanzdefizits auf \$ 3 Mrd. Das Exportvolumen blieb selbst angesichts einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit um 8% seit 1981 unverändert, da eine Zunahme bei Rohstoffen und Halbfabrikaten, vor allem Metallen und Chemikalien, in Höhe von 7% durch Rückgänge bei Investitions- und Konsumgütern um 4 bzw. 3% ausgeglichen wurde. Betrachtet man die regionale Verteilung, so wurden relativ gute Exporterlöse in Japan, den USA und Deutschland erzielt; hier war eine Steigerung um 10–12% zu verzeichnen.

Entwicklungen im Kapitalverkehr. Wengleich sich 1983 das Gesamtbild der aggregierten Kapitalströme in den Zehnergruppenländern ohne die USA nicht erheblich anders darstellte als 1982, so gab es im vergangenen Jahr doch zwei bemerkenswerte Entwicklungen im Kapitalverkehr. Erstens kam es in Japan, Deutschland, Großbritannien, der Schweiz und den Niederlanden zu erheblichen Kapitalabflüssen, die den Leistungsbilanzüberschüssen dieser Länder weitgehend entsprachen oder sie sogar übertrafen. Zweitens setzten sich – nicht zuletzt aufgrund direkter staatlicher Kreditaufnahmen im Ausland und durch offizielle Stellen angeregter Mittelaufnahme der Banken – die massiven Nettokapitalzuflüsse in Frankreich und Italien fort und trugen zusammen mit der Verbesserung der Leistungsbilanzen zu einer deutlichen Stärkung der offiziellen Nettowährungsreserven dieser Länder bei.

Was die Entwicklungen in den einzelnen Ländern angeht, so wurde in *Japan* der Leistungsbilanzüberschuß durch die Nettokapitalabflüsse im Rahmen des statistisch erfaßten Kapitalverkehrs nahezu ausgeglichen. Die offizielle Nettoreserveposition

Zehnergruppenländer ohne USA: Kapitalströme und Veränderungen der amtlichen Nettowährungsreserven 1982/83

	Jahr	Statistisch erfaßte Kapitalströme							Rest-posten	Veränderung der amtlichen Nettowährungsreserven ²
		Ins-gesamt	Direkt-investitionen	Wert-papiere ¹	Sonstiger lang-fristiger Kapital-verkehr des privaten Sektors	Öffent-licher Sektor	Kurz-fristiger Kapital-verkehr des Banken-sektors	Kurz-fristiger Kapital-verkehr des privaten Nicht-banken-sektors		
Milliarden US-Dollar										
Belgien-Luxemburg ..	1982	1,8	1,5	- 1,3	- 2,0	5,6	- 0,4	- 1,6	- 0,1	0,8
	1983	- 0,3	0,5	- 0,9	- 2,8	2,2	1,5	- 0,8	0,4	0,4
Deutschland (BR)	1982	- 1,8	- 2,2	0,2	- 2,7	- 1,5	3,3	1,1	- 0,5	- 1,3
	1983	- 6,2	- 1,8	6,0	- 4,9	- 3,4	0,8	- 2,9	0,7	1,6
Frankreich	1982	7,9	- 1,5	4,4	- 1,0	1,8	2,0	2,2	- 0,8	5,0
	1983	10,3	- 0,2	4,1	- 1,7	3,8	5,6	- 1,3	- 0,6	- 5,9
Großbritannien	1982	- 6,3	- 2,4	-10,2	- 2,5	0,0	7,9	0,9	- 6,3	2,9
	1983	- 4,3	1,1	- 7,0	- 2,6	- 1,4	5,8	- 0,1	- 1,2	2,4
Italien	1982	0,5	- 0,3	- 0,4	3,1	2,4	- 2,3 ³	- 2,0	0,9	4,3
	1983	5,2	- 0,9	0,2	- 0,3	2,2	3,3 ³	0,7	0,1	- 5,8
Japan	1982	-16,6	- 4,1	2,1	-12,6	- 0,4	- 0,0	- 1,6	4,7	5,0
	1983	-21,1	- 3,2	- 1,9	-11,6	- 1,0	- 3,6	0,2	1,8	- 1,7
Kanada	1982	0,3	- 1,3	9,2	2,3	- 2,7	- 4,0	- 3,1	- 3,3	0,6
	1983	4,5	- 1,9	5,0	0,2	- 0,1	0,6	0,7	- 5,3	- 0,4
Niederlande ...	1982	- 1,2	- 1,4	0,0	- 1,8	0,1	2,5	- 0,6	- 0,6	- 1,9
	1983	- 2,5	- 0,9	0,4	- 1,6	- 0,1	- 0,7	0,4	- 1,1	0,0
Schweden	1982	3,2	- 0,8	0,2	1,2	2,5	0,4	- 0,3	0,4	- 0,0
	1983	1,0	- 1,0	0,7	- 0,1	2,4	0,4	- 1,4	0,8	- 0,7
Schweiz	1982	-17,0	.	-12,3	.	.	- 4,7 ³	.	14,8	- 1,3
	1983	-18,0	.	-13,7	.	.	- 4,3 ³	.	15,2	- 0,1

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

¹Wertpapiere des privaten und des öffentlichen Sektors. ²Ohne Bewertungsanpassungen; Minuszeichen bezeichnet Verbesserung. ³Einschl. des langfristigen Kapitalverkehrs der Banken.

verbesserte sich – ohne Bewertungsanpassungen – um \$ 1,7 Mrd. Der Großteil der gesamten Kapitalabflüsse entfiel auf langfristige Kapitalexperte des privaten Sektors in Höhe von insgesamt \$ 16,7 Mrd., \$ 2,1 Mrd. mehr als 1982. In der Bilanz der Wertpapiertransaktionen war ein Umschwung von \$ 4 Mrd. zu verzeichnen; 1983 ergaben sich Nettoabflüsse von \$ 1,9 Mrd., eingeschlossen eine beträchtliche Erhöhung der Käufe ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige um \$ 6,3 Mrd. Bei den sonstigen langfristigen Transaktionen ergaben sich nur geringfügige Änderungen, wobei sich die gesamte Nettodarlehensgewährung japanischer Finanzinstitutionen an Ausländer, die 1982 als Reaktion auf die fortschreitende Liberalisierung der Devisen- und Kapitalmarktkontrollen stark angestiegen war, auf dem sehr hohen Niveau von über \$ 8 Mrd. hielt. Die kurzfristigen Nettokapitalabflüsse von \$ 3,4 Mrd. wurden schon allein vom Bankensektor überschritten, dessen kurzfristige Auslandsposition sich im Jahr 1982 nicht verändert hatte.

Das Andauern erheblicher Nettokapitalabflüsse im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr muß hauptsächlich den anhaltend hohen Renditedifferenzen zwischen den

Yen- und US-Dollaranlagen zugeschrieben werden, die sich im Durchschnitt des Jahres 1983 für kürzere Laufzeiten auf 3 Prozentpunkte und für die Renditen staatlicher Anleihen auf nahezu 4 Prozentpunkte beliefen. Abgesehen von den stark gestiegenen Yenkrediten japanischer Finanzinstitutionen zeigte sich der Einfluß der zunehmenden Renditedifferenzen im Jahresverlauf besonders deutlich bei den Wertpapiertransaktionen der Gebietsansässigen. Parallel zu der Ausweitung der durchschnittlichen Renditedifferenz zwischen Yen- und Dollaranleihen von 3,3 auf 4,6 Prozentpunkte vom ersten auf das zweite Halbjahr 1983 erhöhten die japanischen Gebietsansässigen ihre Käufe ausländischer Wertpapiere in der gleichen Zeit von \$ 6,5 auf nahezu 10 Mrd.

In *Frankreich* schlug sich die erhebliche Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits zusammen mit einer Zunahme der statistisch erfaßten Kapitalzuflüsse um \$ 2,4 Mrd. in einer Verbesserung der amtlichen Nettowährungsreserven um \$ 5,9 Mrd. nieder, wovon die Hälfte auf die Aufstockung offizieller Reserven entfiel. Die Erhöhung der Nettozuflüsse ist in erster Linie auf die gestiegene Auslandskreditaufnahme des öffentlichen Sektors zurückzuführen, darüber hinaus auf einen deutlichen Rückgang der Nettodirektinvestitionen im Ausland. Die Nettozuflüsse kurzfristigen Kapitals aus Transaktionen des privaten Sektors waren mit \$ 4,3 Mrd. nahezu ebenso hoch wie im Vorjahr, wobei allein die Nettozuflüsse im Bankensektor \$ 5,6 Mrd. ausmachten.

In *Italien* war die Situation im Kapitalverkehr ähnlich wie in Frankreich. Die offiziellen Nettowährungsreserven erhöhten sich um \$ 5,8 Mrd., nach einer Abnahme um \$ 4,3 Mrd. in 1982, da die Verbesserung der Leistungsbilanz mit erheblich höheren Nettokapitalzuflüssen einherging. Weil die langfristigen Nettozuflüsse abnahmen, beruhte die Gesamtzunahme auf noch höheren Nettozuflüssen im Bankbereich und kurzfristigen Zuflüssen an Nichtbanken, deren beider Ergebnisse stark positiv wurden. Anhaltend hohe inländische Realzinsen, insbesondere nach der Neufestsetzung der EWS-Leitkurse im März 1983, sowie Ende 1982 neu eingeführte Regelungen, die von den Exporteuren verlangten, 70% der gewährten Fremdwährungshandelskredite über die Banken zu finanzieren, scheinen die beiden Hauptgründe für diese kurzfristigen Zuflüsse gewesen zu sein.

In *Belgien* wurde die Verbesserung der Leistungsbilanz von einer Abschwächung der Kapitalabflüsse im privaten Sektor begleitet, was die Regierung in die Lage versetzte, ihre Kreditaufnahme im Ausland erheblich zu reduzieren. Die Nettokapitalexporte des privaten Sektors gingen per saldo um \$ 1,3 Mrd. zurück; während die Nettoabflüsse von langfristigem Kapital geringfügig zunahmen, ergab sich bei den kurzfristigen Kapitalbewegungen – insbesondere im Bankensektor – ein Umschwung von Nettoabflüssen von \$ 2 Mrd. im Jahr 1982 zu Nettozuflüssen von \$ 0,7 Mrd. im Jahr 1983. Die Nettokreditaufnahme des Staates im Ausland, die fast ganz aus der Aufnahme von Fremdwährungskrediten bei belgischen Banken bestand, fiel auf \$ 2,2 Mrd., den niedrigsten Stand seit 1979. Der Restposten zeigte einen geringen Nettozufluß, so daß die offiziellen Nettowährungsreserven praktisch unverändert blieben.

In *Schweden* gingen die gesamten statistisch erfaßten Nettokapitalzuflüsse von \$ 3,2 Mrd. im Jahr 1982 erheblich auf \$ 1 Mrd. im Jahr 1983 zurück. Die deutliche

Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits war daher nur von einer mäßigen Verbesserung der offiziellen Nettowährungsreserven um \$ 0,7 Mrd. begleitet. Der Hauptgrund für den Rückgang der Nettokapitalzuflüsse waren ungewöhnlich hohe Nettoabflüsse im privaten Kapitalverkehr, die hauptsächlich mit der Ausweitung der Handelskredite parallel zum Wachstum der schwedischen Exporte zusammenhängen.

In *Großbritannien* reduzierten sich die statistisch erfaßten Nettokapitalexporte im Jahr 1983 um \$ 2 Mrd., wesentlich weniger, als dem Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses entsprach. Da jedoch der negative Restposten von 1982 auf 1983 massiv von \$ 6,3 auf 1,2 Mrd. zurückging, was auf eine erhebliche Verlangsamung der nicht erfaßten Kapitalabflüsse schließen läßt, unterschied sich die Abnahme der offiziellen Nettowährungsreserven um \$ 2,4 Mrd. nur wenig von der im Jahr 1982.

Im privaten langfristigen Kapitalverkehr waren die Nettoabflüsse mit \$ 8,5 Mrd. zwar immer noch beträchtlich, lagen jedoch um \$ 6,6 Mrd. niedriger als 1982. Der Saldo der Direktinvestitionen zeigte einen Umschwung von insgesamt \$ 3,5 Mrd. und wies nunmehr, vor allem als Ergebnis höherer ausländischer Direktinvestitionen in Großbritannien, Nettozuflüsse von \$ 1,1 Mrd. aus. Die Gebietsfremden erweiterten im letzten Jahr auch ihre Portfolioinvestitionen in Großbritannien, was – zusammen mit geringeren Käufen ausländischer Wertpapiere durch institutionelle Anleger in Großbritannien – insgesamt zu einem Rückgang der Nettoabflüsse bei Wertpapieren um etwa \$ 3,2 Mrd. führte.

Fast die Hälfte des Rückgangs der privaten langfristigen Kapitalabflüsse wurde durch eine Reduzierung der kurzfristigen privaten Kapitalzuflüsse um \$ 3,1 Mrd. kompensiert. Vor allem die Nettozuflüsse im Bankenbereich waren um \$ 2,1 Mrd. geringer als 1982. Darüber hinaus wies auch der Saldo der offiziellen Kapitaltransaktionen, der 1982 ausgeglichen gewesen war, im letzten Jahr Nettoabflüsse von \$ 1,4 Mrd. auf.

In *Kanada* wuchsen die gesamten statistisch erfaßten Kapitalzuflüsse von \$ 0,3 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 4,5 Mrd. im Jahr 1983. Die Abflüsse im öffentlichen Sektor kamen praktisch zum Stillstand, da vor allem die von der Regierung finanzierten langfristigen Exportkredite zurückgezahlt wurden. Noch wichtiger war jedoch der Umschwung von \$ 8,4 Mrd. hin zu Nettozuflüssen im privaten kurzfristigen Kapitalverkehr, der eine Wiederaufnahme der Nettofremdwährungsverschuldung der Banken und einen Abzug von Auslandseinlagen des Nichtbankensektors widerspiegelte. Die sonstigen wesentlichen Arten von Kapitaltransaktionen zeigten hingegen erheblich geringere Nettomittelzuflüsse als 1982. Den stärksten Rückgang verzeichneten die Nettozuflüsse aus Wertpapiertransaktionen, die hauptsächlich wegen der reduzierten Verkäufe langfristiger Wertpapiere des öffentlichen Sektors an Gebietsfremde auf \$ 5 Mrd. nahezu halbiert wurden.

In *Deutschland* waren die statistisch erfaßten Nettokapitalabflüsse 1983 mit \$ 6,2 Mrd. deutlich höher als 1982 und übertrafen damit den Leistungsbilanzüberschuß. Trotz eines geringen positiven Restpostens nahmen deshalb die offiziellen Nettowährungsreserven, die 1982 leicht zugenommen hatten, im letzten Jahr um \$ 1,6 Mrd. ab.

Die Erhöhung der statistisch erfaßten Kapitalabflüsse im Jahr 1983 ergab sich aus zwei Quellen: Erstens stiegen die offiziellen Nettokapitalexporte – hauptsächlich aufgrund von Rückzahlungen kurzfristiger Euro-DM-Kredite – von \$ 1,5 auf 3,4 Mrd.; und zweitens kehrte sich der Saldo des kurzfristigen privaten Kapitalverkehrs von 1982 auf 1983 von einem Nettozufluß von \$ 4,4 Mrd. in einen Nettoabfluß von \$ 2,1 Mrd. Dies spiegelte zum Teil eine Ausweitung der kurzfristigen Handelskredite um \$ 2,5 Mrd. wider. Bedeutungsvoller war jedoch, daß nach der EWS-Leitkursneuordnung vom März die kurzfristigen Kapitalabflüsse infolge der für die anderen EWS-Währungen günstigen Zinsgefälle erheblich anstiegen.

Diese Entwicklungen wurden zum Teil kompensiert durch eine Verringerung der Nettoabflüsse von langfristigem Privatkapital um \$ 4 Mrd. im letzten Jahr, bedingt durch einen in dieser Höhe noch nie dagewesenen Mittelzufluß zum deutschen Kapitalmarkt. Trotz eines Renditenachteils von durchschnittlich 3½ Prozentpunkten verglichen mit langfristigen Dollaranlagen verdoppelten die Gebietsfremden ihre Käufe deutscher Wertpapiere auf \$ 10 Mrd. Im Gegensatz dazu erhöhten sich die Nettoabflüsse aus anderen langfristigen Transaktionen des privaten Kapitalverkehrs um \$ 2,2 auf 4,9 Mrd., hauptsächlich weil sich die deutschen Unternehmen bei der Aufnahme neuer Auslandskredite zurückhielten und weil die deutschen Banken ihre Nettoausleihungen an Gebietsfremde erhöhten.

In den *Niederlanden* ergab sich die Verdoppelung der statistisch erfaßten Nettokapitalabflüsse auf \$ 2,5 Mrd. aus gegensätzlichen Bewegungen der kurz- und langfristigen Kapitalströme. Die langfristigen Nettokapitalexporte des privaten Sektors gingen um \$ 1,1 Mrd. zurück, hauptsächlich bedingt durch geringere Abflüsse bei den Direktinvestitionen und durch die Herausbildung eines kleinen Nettozuflusses aus Wertpapiertransaktionen. Im Gegensatz dazu kehrten sich die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse von \$ 1,9 Mrd. im Jahr 1982 in Nettokapitalexporte von \$ 0,3 Mrd. 1983. Dieser Umschwung war zur Gänze auf einen „Swing“ im Kapitalverkehr des Bankensektors von \$ 3,2 Mrd. zurückzuführen. Da der Zuwachs der statistisch erfaßten Kapitalabflüsse mit einer Erhöhung des negativen Restpostens auf \$ 1,1 Mrd. einherging, blieben die offiziellen Nettowährungsreserven nach der 1982 verzeichneten Verbesserung von \$ 1,9 Mrd. im letzten Jahr unverändert.

In der *Schweiz* stiegen die statistisch erfaßten Nettokapitalabflüsse 1983 um \$ 1 Mrd., was auf eine Erhöhung der Käufe ausländischer Anleihen durch Deviseninländer zurückzuführen war. Bei einem geringeren Leistungsbilanzüberschuß betrug die Zunahme der offiziellen Nettowährungsreserven (ausschließlich der Dollarswaps der Schweizerischen Nationalbank mit den Geschäftsbanken zum Jahresende) nur \$ 0,1 Mrd., verglichen mit \$ 1,3 Mrd. im Jahr 1982.

Zahlungsbilanzentwicklungen in anderen Ländergruppen

In den *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe* verringerte sich das zusammengenommene Leistungsbilanzdefizit 1983 um fast die Hälfte auf \$ 16 Mrd., die erste große Anpassung seit dem zweiten Ölpreisschock. Die gesamte Verbesserung vollzog sich in der Handelsbilanz und war für die Gruppe insgesamt hauptsächlich auf eine durchschnittliche Erhöhung des Exportvolumens um 4%, eine

weitere Drosselung des Niveaus der realen Importe um 2% und eine Verbesserung des realen Austauschverhältnisses um etwa 2% zurückzuführen. Allerdings bestanden angesichts der Heterogenität dieser Ländergruppe erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, was die Veränderung der Handelsvolumina und Preise anging.

Absolut betrachtet wurden die größten Verbesserungen, die die Hälfte des Rückgangs des zusammengenommenen Defizits ausmachten, in Australien und Südafrika erzielt, Länder, die beide in den zwei vorangegangenen Jahren beispiellos hohe Defizite ausgewiesen hatten. In Australien, wo das Leistungsbilanzdefizit um \$ 3,2 auf 5,4 Mrd. reduziert wurde, gingen die realen Importe 1983 um mehr als 13% zurück. In Südafrika steigerten ein 15prozentiger Rückgang der nominalen Importe und eine Erhöhung der Einnahmen aus Goldverkäufen um \$ 1 Mrd. den Handelsbilanzüberschuß um \$ 3,2 auf 3,9 Mrd. und ließen die Leistungsbilanz positiv werden. Im Vergleich zur Größe der Volkswirtschaft waren die ausgeprägtesten Verbesserungen – in einer Größenordnung von etwa 7% des Bruttoinlandsprodukts – in Irland und Portugal zu verzeichnen, wo das Exportvolumen um 12½ bzw. 20% zunahm. Eine vergleichsweise kräftige Steigerung der Exporte – real lag die Ausweitung bei 6½% – zusammen mit stagnierenden realen Importen übertraf im Fall Spaniens die Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses von 2½% und half, das Leistungsbilanzdefizit um \$ 1,7 auf 2,5 Mrd. zu reduzieren. In Norwegen, dem einzigen Land dieser Gruppe mit einem erheblichen Leistungsbilanzüberschuß, spiegelte die Verbesserung um \$ 1,5 Mrd. hauptsächlich eine Ausweitung des Volumens der Ölexporte um mehr als 25% wider.

Die Kapitalzuflüsse in die kleineren entwickelten Länder sanken 1983 um \$ 11 Mrd. auf einen Betrag von \$ 19 Mrd. Dies war weniger als die Leistungsbilanzverbesserung, so daß die offiziellen Währungsreserven, die 1982 unverändert geblieben waren, im letzten Jahr um \$ 3 Mrd. aufgestockt wurden. Der Großteil des Rückgangs der gesamten Kapitalzuflüsse entfiel auf die Reduzierung der Nettokreditaufnahme bei internationalen Banken von \$ 17 Mrd. 1982 auf \$ 8 Mrd. im Jahr 1983.

Die Fortsetzung der Importdrosselungspolitik, verbunden mit einer günstigeren Verfassung der Exportmärkte in den westlichen Ländern und reduzierten Zinszahlungen aufgrund eines Rückgangs der Zinssätze und der Verschuldung, trugen zu einem weiteren Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses der *Staatshandelsländer* um \$ 3 Mrd. im Jahr 1983 bei. Die Verbesserung betraf in nahezu gleichem Ausmaß die UdSSR und die kleineren europäischen RGW-Länder, während der Überschuß Chinas geringfügig auf etwa \$ 6 Mrd. zurückgegangen sein dürfte. Die Leistungsbilanzpositionen nahezu aller kleineren Länder Osteuropas festigten sich, wobei die größten Verbesserungen in Rumänien – wo sich der Überschuß schätzungsweise um \$ 1,1 auf 1,6 Mrd. ausgeweitet hat – und Ungarn zu verzeichnen waren, dessen Defizit sich auf \$ 0,6 Mrd. nahezu halbiert hat. Diese Angaben beziehen sich allerdings nur auf den Saldo der außenwirtschaftlichen Transaktionen mit Marktwirtschaften und berücksichtigen nicht die Verrechnungen in konvertierbaren Währungen innerhalb des RGW, die für Ungarn erhebliche Nettoeinnahmen brachten. Wie 1982 ging auch im letzten Jahr die Nettoverschuldung der osteuro-

päischen Länder gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken zurück; ein Rückgang der Bruttoverschuldung um \$ 1,2 Mrd. und eine Zunahme der Einlagen um \$ 2,9 Mrd. reduzierten den Nettobetrag um \$ 4,1 Mrd. Darüber hinaus erhöhte sich die Gläubigerposition Chinas gegenüber den Banken 1983 weiter um \$ 1,3 Mrd., nach einer Zunahme um \$ 2,9 Mrd. im Jahr 1982.

Das zusammengenommene Leistungsbilanzdefizit der OPEC-Länder, das sich 1982 herausgebildet hatte, erhöhte sich im letzten Jahr nur geringfügig auf \$ 19 Mrd., was hauptsächlich auf das Zusammentreffen einer zunehmenden Zurückhaltung bei Importen und – in den letzten Monaten des Jahres – einer gesteigerten Nachfrage nach OPEC-Erdöl zurückzuführen war. Tatsächlich näherte sich die Leistungsbilanz mit fortschreitendem Jahresverlauf der Gleichgewichtsposition. Für das gesamte Jahr fiel der Handelsüberschuß um \$ 19 Mrd., wovon jedoch ein erheblicher Teil durch einen Rückgang des Defizits bei Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 15 Mrd. kompensiert wurde, der hauptsächlich auf Kürzungen der Dienstleistungsausgaben beruhte. Das hervorstechende Merkmal der Handelsbilanzentwicklung war ein Rückgang der Exporterlöse um \$ 38 Mrd., eine gemeinsame Auswirkung des Rückgangs der Exportdurchschnittswerte um 11% und des Exportvolumens um 6%. Die Erdölexporte sanken im letzten Jahr auf 15,9 Mio. Barrel pro Tag und damit fast 50% unter das Niveau von 1979, und der OPEC-Anteil an der gesamten Erdölproduktion (ohne Staatshandelsländer) ist seither von 61 auf 44% zurückgegangen. Zunehmend mit außenwirtschaftlichen Einschränkungen konfrontiert, begannen die OPEC-Länder als Gruppe im letzten Jahr erstmals seit 1979 ihr Importvolumen – um 9% – zu reduzieren. Besonders einschneidende Anpassungsmaßnahmen trafen die Länder mit einer hohen Importabsorptionsfähigkeit, so daß ihr zusammengenommenes Leistungsbilanzdefizit um \$ 10 auf 16 Mrd. zurückging. Im Gegensatz dazu verschlechterte sich die Leistungsbilanz der übrigen OPEC-Länder weiter und wies erstmals ein Defizit – von \$ 3 Mrd. – auf.

OPEC-Länder: Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1982/83

	1982	1983		
		Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Milliarden US-Dollar			
Leistungsbilanzsaldo	-15	-19	-18	- 1
Statistisch erfaßte Kapitalströme ¹ (= Kapitalabflüsse)	9	29	20	9
Langfristige Darlehen ²	- 6	- 5	- 4	- 1
Investitionen ³	-12	9	8	1
Veränderung der Nettoposition gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken	27	25	16	9
(Forderungen gegen Banken, - = Zunahme)	(17)	(14)	(16)	(-2)
(Verbindlichkeiten bei Banken, + = Zunahme)	(10)	(11)	(0)	(11)
Statistisch nicht erfaßte Kapitalströme ⁴	6	-10	- 2	- 8
<i>Nachrichtlich:</i>				
Veränderung der amtlichen Devisenreserven	-11	- 8	-11	3

¹ Einschl. der Veränderungen offizieller Reserven bei Banken oder in Form kurzfristiger staatlicher Wertpapiere. ² Darlehen an Entwicklungsländer und internationale Institutionen. ³ Hauptsächlich Portfolioinvestitionen und Veränderungen im Bestand kurzfristiger staatlicher Wertpapiere. ⁴ Einschl. Veränderungen der Erdölhandelskredite und statistischer Restposten.

Wie die vorstehende Tabelle zeigt, beruhte die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits 1983 vor allem auf zwei Arten von Kapitalströmen. Erstens war ein Abzug von Mitteln in Höhe von \$ 9 Mrd. zu verzeichnen, die zuvor auf den Finanzmärkten der Industrieländer plaziert worden waren. Der Großteil dieser Beträge stammte aus Nettoverkäufen von Wertpapieren des amerikanischen Schatzamtes in Höhe von \$ 6,8 Mrd., wodurch die erheblichen Nettokäufe der vorangegangenen Jahre rückgängig gemacht wurden. Zweitens erhielten die OPEC-Staaten im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr erhebliche Beträge von den internationalen Banken. Im ersten Halbjahr 1983 stammten diese hauptsächlich aus der Auflösung von Einlagen, aber in der zweiten Jahreshälfte begannen die OPEC-Länder, ihre Kreditaufnahme bei Banken deutlich auszuweiten.

Die ziemlich große Diskrepanz zwischen den statistisch erfaßten Kapitalströmen und dem verzeichneten Leistungsbilanzdefizit spiegelt neben den nicht erfaßten Transaktionen auch die Kapitalströme wider, die mit Veränderungen im Niveau der Erdölhandelskredite verbunden sind. Da die statistische Erfassung der Exporte den entsprechenden Zahlungen um mehrere Monate vorausgeht, führten der massive Rückgang der Exporte im Jahr 1982 und die damit einhergehende Reduzierung der ausstehenden Handelskredite zu Kapitalzuflüssen in die OPEC-Staaten. Als umgekehrt die Erdölexporte in der Mitte des letzten Jahres zu steigen begannen, zeigten sich die Kapitalabflüsse infolge der Ausweitung der Handelskredite als negativer Restposten. Nichtsdestoweniger legt der kräftige Umschwung im statistischen Restposten, insbesondere das Entstehen eines negativen Restpostens in der ersten Jahreshälfte 1983, als die Erdölexporte noch zurückgingen, die Vermutung nahe, daß die statistisch nicht erfaßten Kapitalabflüsse aus den OPEC-Staaten im letzten Jahr zugenommen haben.

Die *Nicht-OPEC-Entwicklungsländer* verbesserten 1983 ihre gemeinsame Leistungsbilanzposition im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr. Nach einem Rückgang um \$ 18 Mrd. im Jahr 1982 reduzierte sich das Defizit im letzten Jahr nochmals um \$ 21 auf 43 Mrd. und lag damit im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt nicht wesentlich höher als vor dem zweiten Ölpreisschock.

Während 1982 die Verringerung des Handelsbilanzdefizits um \$ 19 Mrd. ausschließlich auf eine drastische Beschneidung der Importe zurückging, hatte die nahezu gleich große Verbesserung des Jahres 1983 drei verschiedene Ursachen. Erstens erhöhte sich das Exportvolumen über das ganze Jahr gesehen um 5%, verglichen mit nur 2% im Jahr 1982, wobei das Wachstum im Jahresverlauf zunahm. Zweitens schwächte sich der Rückgang der Exportpreise von 7% im Jahr 1982 auf 2% im Jahr 1983 – teilweise aufgrund einer Festigung der Rohstoffpreise – ab. Dies trug zu einer leichten Verbesserung des realen Austauschverhältnisses bei, der ersten seit 1977. Drittens sank das Niveau der realen Importe, die 1982 um nicht weniger als 7% zurückgegangen waren, für die gesamte Gruppe weiterhin, wenn auch nur um 1½%, da die Politik der Importdrosselung selektiver angewandt wurde. Die Anpassung der Handelsbilanz wurde verstärkt durch eine Verbesserung bei den unsichtbaren Transaktionen um \$ 2 Mrd., die einen Rückgang der durchschnittlichen Verzinsung der Auslandsschulden von 10% im Jahr 1982 auf 8,7% in 1983 widerspiegelt.

Leistungsbilanzsalden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer
in Lateinamerika und Asien 1981–83

	1981		1982		1983	
	Milliarden US-Dollar*					
Lateinamerika						
Handelsbilanz	- 11		3		18	
Exporte	78	(11)	72	(2)	73	(2½)
Importe	- 89	(2)	- 69	(-20½)	- 55	(-19)
Dienstleistungen und Übertragungen (netto)	- 33		- 37		- 35	
darunter: Zinszahlungen	- 29		- 35		- 33	
Leistungsbilanz	- 44		- 34		- 17	
Asien						
Handelsbilanz	- 31		- 27		- 24	
Exporte	125	(7½)	123	(2½)	132	(10)
Importe	-156	(2)	-150	(-2)	-156	(9)
Dienstleistungen und Übertragungen (netto)	8		8		9	
darunter: Zinszahlungen	- 10		- 12		- 11	
Leistungsbilanz	- 23		- 19		- 15	

* In Klammern: Jahresveränderungsraten der Volumengrößen.

Wie der vorstehenden Tabelle zu entnehmen ist, verbergen sich hinter der Anpassung der zusammengenommenen Leistungsbilanz der Gruppe divergierende Entwicklungen in den einzelnen Regionen und Ländern. Etwa vier Fünftel der gesamten Verbesserung des Jahres 1983 erreichten die Länder Lateinamerikas, die ihr gemeinsames Defizit auf \$ 17 Mrd. halbierten. Erzielt wurde diese Verbesserung ausschließlich von den zwei höchstverschuldeten Ländern: Brasilien reduzierte seinen Fehlbetrag um \$ 8,6 auf 6,2 Mrd., und in Mexiko kehrte sich das Defizit von \$ 4,9 Mrd. in einen Überschuß von \$ 5,5 Mrd. Der Schwerpunkt der Anpassung in Lateinamerika ruhte einmal mehr auf einer einschneidenden Kürzung der Importe, die mit 19% kaum geringer als 1982 ausfiel. Zur gleichen Zeit stieg das Exportvolumen mäßig um 2½%. Im Gegensatz dazu erhöhten die asiatischen Länder ihre Exporte real um 10%. Dies trug nicht nur spürbar zur Verbesserung ihrer gemeinsamen Leistungsbilanzposition um \$ 4 Mrd. bei, sondern gestattete ihnen, was wichtiger war, ihre realen Importe dem langfristigen Trend entsprechend um 9% auszuweiten. Die Umorientierung der Wirtschaftspolitik in den asiatischen Ländern wurde zum Teil durch ihr hervorragendes Abschneiden auf der Exportseite ermöglicht, zum Teil aber auch dadurch, daß nur 7% der gesamten Exporterlöse für Zinszahlungen auf Auslandsschulden benötigt wurden. In Lateinamerika, wo dieser Anteil bei einem Drittel liegt, blieb der Manövrierspielraum trotz der deutlichen Verbesserung der Leistungsbilanz sehr begrenzt.

Die Verbesserung der gemeinsamen Leistungsbilanzposition bedeutete eine große Erleichterung für die Finanzierung des Defizits. Wie die umstehende Tabelle zeigt, setzten sich die 1982 beobachteten wesentlichen Verlagerungen im Grundmuster der Finanzierungsströme im letzten Jahr fort. Abgesehen von einer deutlichen Erhöhung der vom IWF bereitgestellten Mittel gingen alle übrigen wesentlichen Finanzierungsströme im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurück. Die Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen von \$ 5 Mrd. haben sich innerhalb von zwei

Nicht-OPEC-Entwicklungsländer:
Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite 1981–83 (Schätzung)

	1981	1982	1983
	Milliarden US-Dollar		
Leistungsbilanzdefizit	-82	-64	-43
Finanzierung			
Direktinvestitionen (netto)	10	7	5
Veränderung der Bruttoauslandsschulden (ohne IWF)	75	68	30
<i>davon: langfristig</i>	59	49	48
<i>kurzfristig</i>	16	19	-18
(Kreditvergabe durch Banken)*	(42)	(26)	(10)
Nettoziehungen auf den IWF	5	5	11
Insgesamt	90	80	46
Veränderung der Auslandsaktiva	8	16	3
<i>davon: Devisenreserven</i>	- 1	- 8	5
<i>andere Aktiva</i>	9	24	- 2

* Zunahme der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken.

Jahren um die Hälfte reduziert, teilweise als Ergebnis der Rezession, aber wahrscheinlich eher als Folge der Verschuldungskrise. Trotz einer Verringerung des Finanzierungsbedarfs entsprechend der Verbesserung der Leistungsbilanz blieb die Nettoaufnahme langfristiger Kreditmittel praktisch auf dem Niveau des Vorjahres. Dies ist jedoch, wie der deutliche Rückgang der kurzfristigen Verschuldung anzeigt, zu einem erheblichen Maß auf Umschuldungsoperationen zurückzuführen, wodurch ein Teil der offenen kurzfristigen Verschuldung in eine langfristige umgewandelt und somit die durchschnittliche Restlaufzeit der Auslandsschulden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer verlängert wurde. Die von den internationalen Banken gewährten Finanzierungen sanken im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr kräftig, aber auch die Entwicklungshilfedarlehen und andere offizielle Kapitalströme sind 1983 schätzungsweise um \$ 2 Mrd. auf einen Betrag von \$ 14 Mrd. zurückgegangen. Da keine Notwendigkeit für eine weitere Inanspruchnahme offizieller Währungsreserven zu Finanzierungszwecken bestand – sie waren in den beiden vorhergehenden Jahren beträchtlich gesunken –, wurden diese 1983 um \$ 5 Mrd. aufgestockt.

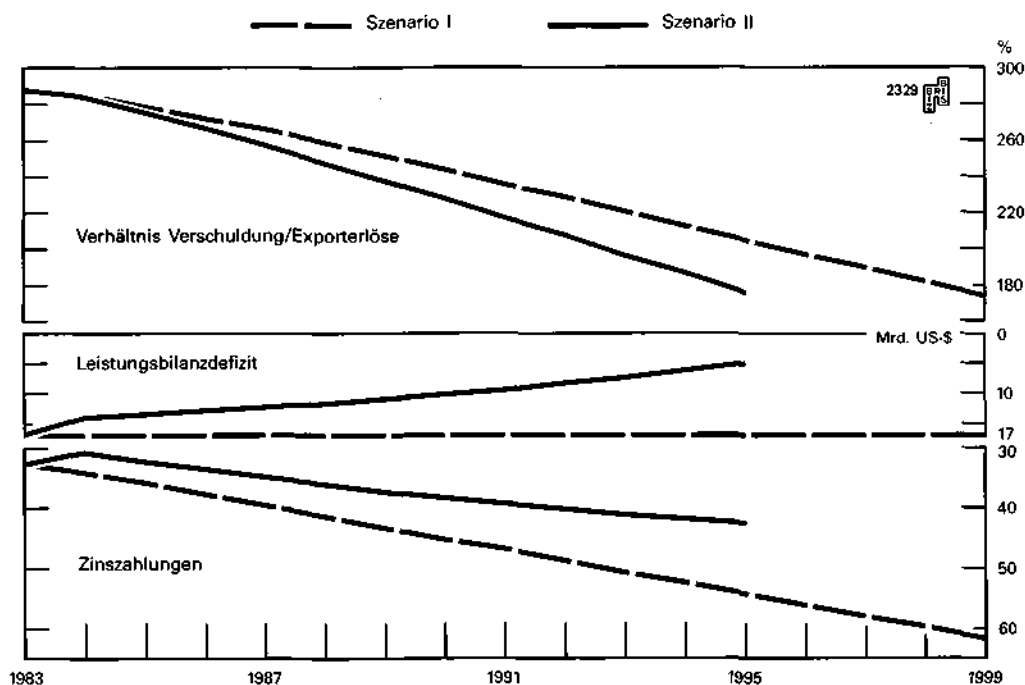
Der langfristige Anpassungsprozeß. Die unterschiedlichen Anpassungsverläufe, die sich im letzten Jahr in Asien und Lateinamerika herausbildeten, waren hauptsächlich den Auswirkungen der früheren Wirtschaftspolitik auf das Niveau der Verschuldung und den Exportverdienstmöglichkeiten zuzuschreiben. Während sich das Verhältnis der Auslandsschulden zu den Erlösen aus Gütern und Dienstleistungsexporten in Asien relativ wenig veränderte – mit 90% lag es 1983 etwa auf dem gleichen Niveau wie 1973/74 und nicht viel höher als 1979 –, stieg der Quotient in Lateinamerika von etwa 175% in den Jahren 1973/74 auf nahezu 200% in 1979 und über 285% im Jahr 1983. Der wesentliche Grund für diese auffällige Differenz war, daß die asiatischen Länder bei der Entwicklung ihrer Exporte allgemein erfolgreicher als die lateinamerikanischen Staaten waren, von denen die meisten einer Strategie der Importsubstitution den Vorzug gaben. Dies zeigt sich deutlich in den unter-

schiedlichen Trends der Exporte und Importe der beiden Regionen. Von 1967 bis zur Rezession 1981 stieg das Volumen der Warenexporte der asiatischen Länder mit einer jahresdurchschnittlichen Rate von 10½%, mehr als doppelt so schnell wie die fünfprozentige Zunahme, die Lateinamerika verzeichnete. Dieser Unterschied, der nicht durch ein geringeres Wachstum der realen Importe in Lateinamerika ausgeglichen wurde – diese stiegen hier um 6½%, verglichen mit 8% jahresdurchschnittlich in Asien –, sowie eine günstigere Entwicklung des realen Austauschverhältnisses waren die entscheidenden Gründe für das erheblich schwächere Handelsbilanzergebnis, die daraus folgende Erhöhung der Verschuldung und die Zunahme des Schulden/Export-Verhältnisses in den lateinamerikanischen Ländern. Darüber hinaus scheint die Außenwirtschaftsposition Lateinamerikas durch Kapitalexporte des privaten Sektors erheblich verschärft worden zu sein. Zwischen 1978 und 1983 überstieg die Neuverschuldung dieser Länder im Ausland ihren Finanzierungsbedarf – das Leistungsbilanzdefizit bereinigt um Veränderungen der offiziellen Währungsreserven und nicht schuldenwirksame Mittelzuflüsse – um etwa \$ 50 Mrd.; demgegenüber gibt es in den asiatischen Ländern keine derartigen Anzeichen einer nennenswerten Kapitalflucht.

Es ist klar ersichtlich, daß eine Konsolidierung der Schuldensituation in Lateinamerika nicht durch eine Kürzung der Importe auf untragbare Niveaus erreicht werden kann. Sie erfordert vielmehr eine Steigerung der Exporterlöse, die in Verbindung mit noch handhabbaren Leistungsbilanzdefiziten eine mäßige Ausweitung des Importniveaus im Zeitverlauf gestattet.

Die folgende Grafik verdeutlicht zwei mögliche Anpassungsszenarien, die das zusammengefaßte Schulden/Export-Verhältnis der lateinamerikanischen Länder auf 175%, d. h. auf das Niveau der Jahre 1973/74, drücken würden. Das Szenario I geht ab 1984 von einem Wachstum der nominalen Güter- und Dienstleistungsexporte dieser Länder mit konstanter Jahresrate von 7,5% aus und unterstellt ferner gleichbleibende Nettoerträge aus Transfers und Rücküberweisungen auf dem 1983er Niveau von \$ 2 Mrd., einen konstanten Durchschnittszinssatz für die Auslandsschulden auf dem 1983er Niveau von 10,9% und ein Aufrechterhalten des Leistungsbilanzdefizits des Jahres 1983 von \$ 17 Mrd. Unter diesen Annahmen würde der nominale Import von Gütern und Dienstleistungen zunächst mit einer Jahresrate von 6% zunehmen und dann allmählich eine Wachstumsrate von 7,5% erreichen. Die Zinszahlungen auf Auslandsschulden, die das Leistungsbilanzdefizit 1983 um \$ 15 Mrd. übertrafen, würden entsprechend der Erhöhung des Bestandes der Auslandsschulden – d. h. des Leistungsbilanzdefizits – zunehmen, was einen kontinuierlich wachsenden Überschuß der Leistungsbilanztransaktionen ohne Zinszahlungen voraussetzt. Allerdings würde das Schulden/Export-Verhältnis erst nach fünfzehn Jahren den Wert von 175% erreichen. Günstigere Annahmen über das Exportwachstum und das Zinsniveau könnten den Anpassungsprozeß deutlich verkürzen oder alternativ dazu das für die Wirtschaft verfügbare Angebot an importierten Ressourcen erhöhen. Ein Zinsrückgang um 1 Prozentpunkt z. B. würde entweder eine Erhöhung des gesamten Importniveaus um \$ 3 Mrd. oder – wie in Szenario II – eine Reduzierung der Leistungsbilanzdefizite erlauben. Wie die Grafik zeigt, könnte ein Schulden/Export-Verhältnis von 175% dann bereits vier Jahre früher erreicht werden.

Langfristige Anpassungsszenarien für die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer
Lateinamerikas



Die beiden Szenarien in der Grafik dienen lediglich der Veranschaulichung. Insbesondere sollten sie nicht so verstanden werden, als könnten diese Länder ohne eine Reduzierung des Schulden/Export-Verhältnisses auf etwa das Niveau von 1973/74 keine tragbaren Zahlungsbilanzpositionen erreichen. Dennoch deuten sie auf einige allgemeine Schlußfolgerungen hin. Erstens wird es in jedem Fall einige Jahre dauern, bis ein deutlicher Rückgang des Schulden/Export-Verhältnisses unter das jetzige Niveau erreicht ist. Zweitens ist ein erheblich schnelleres Wachstum der Exportertlöse als in den beiden vorangehenden Jahren erforderlich, um das gemeinsame Leistungsbilanzdefizit dieser Länder auf dem Niveau von 1983 zu halten und dennoch eine vertretbare Steigerung der Importe zu ermöglichen. Drittens ist der Anpassungsprozeß mit – wenngleich nur in erheblich geringerem Tempo als in den vergangenen Jahren – wachsender Auslandsverschuldung vereinbar. Viertens werden die Schuldnerländer einen wachsenden Teil ihrer Schuldendienstzahlungen aus laufenden Exporteinnahmen statt aus einer Neuverschuldung finanzieren müssen. Schließlich ist es – geht man von der Wahrscheinlichkeit konjunktureller Schwankungen in den Industrieländern und ihren Rückwirkungen auf die Exportergebnisse der Schuldnerländer aus – besonders wichtig, daß jeglicher Manövrierspielraum, der sich durch das Exportwachstum während des derzeitigen Aufschwungs ergibt, genutzt wird, um das gemeinsame Leistungsbilanzdefizit und damit auch das weitere Wachstum der Auslandsverschuldung zu reduzieren.

VI. INTERNATIONALE KREDIT- UND ANLEIHEMÄRKTE

Schwerpunkte

Im Jahr 1983 war das Geschehen auf den internationalen Finanzmärkten in höchstem Maße uneinheitlich: Die Emissionstätigkeit auf den internationalen Anleihemärkten war trotz ausgeprägter Unsicherheiten über die Zinssätze weiterhin lebhaft; auf den internationalen Kreditmärkten verlangsamten sich hingegen sowohl die Interbankgeschäfte als auch die Ausleihungen an Endabnehmer weiter.

Die Wachstumsverlangsamung im internationalen Bankgeschäft, die bereits im zweiten Halbjahr 1982 eingesetzt hatte, beruhte vor allem auf zwei Faktoren: Erstens auf der internationalen Verschuldungssituation, die bewirkte, daß die Banken weiterhin nicht bereit waren, ihr Engagement gegenüber einer Reihe schwer verschuldeter Länder vor allem Lateinamerikas von sich aus auszuweiten; und zweitens auf einer zum Teil konjunkturell und zum Teil durch vorsichtigere Dispositionen bedingten Abschwächung der Nachfrage nach Bankkrediten seitens der Unternehmen und kreditwürdigen Länder. Andererseits bestand auf der Herkunftsseite des internationalen Bankenmarkts keine Knappheit an neuen Mitteln, und die früheren großen Einlagenabzüge der OPEC-Länder kamen etwa um die Jahresmitte zum Stillstand. Als Ergebnis dieser verschiedenen Einflüsse blieb der internationale Bankensektor sehr liquide. Dies hatte zur Folge, daß erste Adressen unter den Schuldnern bei den Banken gefragt waren und weiterhin sehr günstige Konditionen durchsetzen konnten.

Das Hauptaugenmerk sowohl privater wie offizieller Kreise war auch im vergangenen Jahr auf die internationale Verschuldungssituation gerichtet. Das gemeinsame Vorgehen von Währungsbehörden, Banken und Schuldnerländern vermochte nicht nur die Probleme unter Kontrolle zu halten, sondern es wurde auch ein gewisser Fortschritt bei der Verringerung der Störanfälligkeit des Systems erzielt. Die schwerstverschuldeten Länder vermochten ihre Leistungsbilanzdefizite deutlich zu verringern; die verbesserte Ertragslage der internationalen Banken ermöglichte diesen in den meisten Fällen eine Stärkung ihrer Bilanzstrukturen; die Quotenerhöhung im IWF, die Aufstockung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen und einige andere offizielle Kreditabmachungen sicherten jene Mittel, die es dem Internationalen Währungsfonds ermöglichen sollten, weiterhin eine aktive Rolle bei der Überwindung der internationalen Schuldenkrise zu spielen.

Trotz dieser positiven Entwicklungen blieb die Lage unverändert ernst. Wegen des anhaltend hohen Niveaus der Dollarzinsätze und des schwachen Exportwachstums nahm der Zinsendienst der lateinamerikanischen Länder auf ihre Auslandsverbindlichkeiten weiterhin erheblich mehr als ein Drittel ihrer Erlöse aus Waren- und Dienstleistungsexporten in Anspruch. Nur durch weitere drastische Kürzungen der Einfuhren gelang es diesen Ländern, ihren Bedarf an Auslandskrediten mit den

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

	Mittelfluß bereinigt um Wechselkursveränderungen ¹					Stand Ende 1983
	1979	1980	1981	1982	1983	
Milliarden US-Dollar						
Internationale Kreditvergabe der berichtenden Banken insgesamt ²	205,9	241,1	264,8	175,6	108,4	1753,9
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	80,9	81,1	99,8	80,6	23,4	668,9
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³ ..	125,0	160,0	165,0	95,0	85,0	1085,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen	38,9	39,4	49,0	71,7	73,5	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe ⁴	10,9	11,4	12,5	13,2	14,5	.
B = internationale Anleihefinanzierung (netto)	28,0	28,0	36,5	58,5	59,0	345,0
A + B = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt	153,0	188,0	201,5	153,5	144,0	1430,0
abzüglich Doppelzählungen ⁵	8,0	8,0	6,5	8,5	14,0	70,0
Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt (netto)	145,0	180,0	195,0	145,0	130,0	1360,0

¹ Nichtdollarbankkredite werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende, Nichtdollaranleihen zu solchen zur Monatsmitte in Dollar umgerechnet. ² Banken der Zehnergruppe, Österreichs, Danemarks und Irlands sowie die 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 Berichtsgebiets, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel nicht bei Banken in den Finanzzentren nur zum Zweck der Wiederanlage bei anderen Banken in diesen Zentren aufnehmen; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsgebiets, 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 das Ausland 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 sind sehr grobe Schätzungen und werden hier hauptsächlich zur Veranschaulichung von Tatbeständen wiedergegeben. Obwohl die Fehlerpielräume dieser Zahlen groß sind, ist es doch wenig wahrscheinlich, daß sie die Angaben über die gesamte 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.

tatsächlichen Finanzierungsmöglichkeiten in Einklang zu bringen. Fortgesetzte Anpassungsbemühungen zusammen mit einem günstigen internationalen wirtschaftlichen Umfeld werden somit auch in Zukunft wichtige Bedingungen für eine zufriedenstellende Bewältigung der internationalen Verschuldungssituation sein.

Ein auffälliges Merkmal der internationalen Anleihemärkte im Jahr 1983 war die zunehmende Rolle der Banken als Käufer und Emittenten von Anleihen und der damit in Zusammenhang stehende Auftrieb des Marktes für variabel verzinsliche Schuldverschreibungen, der in zunehmendem Ausmaß mit dem Markt für Konsortialkredite konkurrierte. Diese Entwicklungen bedeuteten, daß sich die Grenzen zwischen den internationalen Kredit- und Anleihemärkten zusehends verwischten. Die obige Tabelle zeigt, daß sich nach Bereinigung der dadurch verursachten größeren Überschneidungen zwischen den beiden Märkten die gesamten neu vergebenen internationalen Kredite im vergangenen Jahr auf \$ 130 Mrd. beliefen, womit sie um etwa ein Drittel hinter dem Höchststand von \$ 195 Mrd. im Jahr 1981 zurückblieben.

Das internationale Bankgeschäft: bestimmende Einflüsse und Entwicklung der internationalen Verschuldungslage

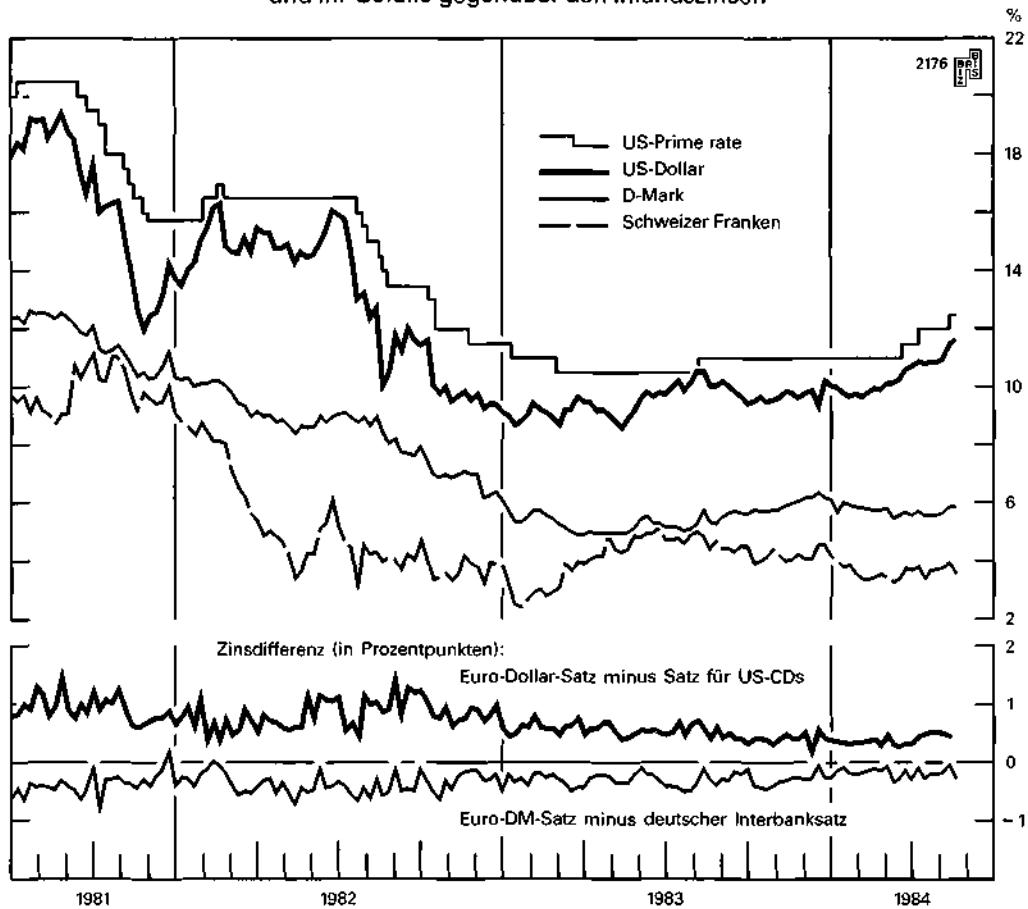
Das Jahr 1983 war für das internationale Bankgeschäft ein Jahr des langsamen Wachstums und der Konsolidierung. Die Probleme, die beim Ausbruch der Zahlungsbilanzkrise Mexikos im Sommer 1982 plötzlich zutage traten – die übermäßige außenwirtschaftliche Verwundbarkeit einiger schwerverschuldeter Länder, die daraus resultierende Zurückhaltung der Banken bei der Ausweitung ihres Engagements gegenüber diesen Ländern und die Notwendigkeit, dennoch im Interesse der Gläubiger wie der Schuldner den Kreditfluß aufrechtzuerhalten –, blieben im vergangenen Jahr die prägenden Merkmale der internationalen Finanzmärkte.

Obwohl die spontane Kreditvergabe an Lateinamerika allgemein und auch die Ausleihungen an einige andere hochverschuldete Länder nicht wieder aufgenommen wurden, ließen die Banken für all jene Länder ihre Tore offen, die eine einigermaßen solide Wirtschaftspolitik und eine haltbare Zahlungsbilanzlage aufwiesen. Wenn sich dennoch der Fluß neuer Kredite an diese Länder insgesamt ebenfalls verlangsamte, so war dies nicht nur auf größere Vorsicht und geringere Betonung des quantitativen Wachstums seitens der Banken zurückzuführen, sondern auch auf eine umsichtigeren Politik und weitere Anpassungsmaßnahmen einiger Länder – eine Entwicklung, die sicherlich im Interesse der Stabilität des internationalen Finanzsystems liegt. Überdies dämpften verringerte Zahlungsbilanzdefizite, konjunkturelle Faktoren, eine Stärkung der Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen und die Ergiebigkeit der langfristigen Kapitalmärkte auch die Nachfrage der wichtigsten Industriestaaten nach internationalen Bankkrediten.

Während der kleinere Kreis kreditwürdiger Schuldner, deren größere Vorsicht und geringerer Finanzierungsbedarf zusammen das Wachstum der Kreditnachfrage dämpften, gab es auf der Herkunftsseite des Marktes keine Knappheit an neuen Mitteln. Die vorherigen umfangreichen Einlagenabzüge der OPEC-Länder kamen um die Jahresmitte zum Stillstand, während die großen Mittelzuflüsse zu den Banken aus dem Berichtsgebiet und, in geringerem Ausmaß, den übrigen Außengebietsländern anhielten. Das Zusammentreffen eines reichlichen Aufkommens von Kreditvergabemitteln mit einer geringeren Kreditnachfrage führte dazu, daß die internationalen Finanzmärkte weiterhin sehr liquide waren. Erstklassige Schuldner waren daher von den Banken sehr gesucht und konnten sehr günstige Kreditkonditionen erlangen, so daß die neuerliche Gefahr einer übermäßigen Kreditvergabe an einige Länder bestehen könnte. Das Überangebot an für Ausleihungen verfügbaren Mitteln auf den internationalen Märkten drückte die Eurosätze im Vergleich zu den entsprechenden Zinssätzen in den USA nach unten, was bewirkte, daß die Banken in den USA im Laufe des Jahres 1983 auf Nettobasis vom wichtigsten Anbieter neuer Mittel zu einem bedeutenden Kreditnehmer auf den internationalen Märkten wurden.

Die Eindämmung der internationalen Schuldenkrise im Jahr 1983 wurde durch das Zusammenwirken mehrerer Faktoren ermöglicht: die wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern; umfangreiche offizielle Kreditgewährung an die Problemschuldnerländer, wobei die an Auflagen geknüpften IWF-Kredite die Hauptrolle spielten; Umschuldung und die offiziell angeregte zusätzliche

US-Prime rate, Interbanksätze für dreimonatige Euromarkteinlagen
und ihr Gefälle gegenüber den Inlandszinsen



Anmerkung: Interbanksätze und Zinsgefälle beruhen auf Mittwochswerten.

Kreditvergabe der internationalen Banken, von denen viele gleichzeitig ihre Bilanzstruktur stärken konnten; und nicht zuletzt die fortgesetzten Anpassungsbemühungen der Schuldnerländer selbst.

Was den ersten dieser Faktoren betrifft, so hat die Konjunkturerholung in den entwickelten Ländern, die von den USA angeführt wurde und derzeit auch in einer Reihe anderer Länder voranschreitet, zweifellos wesentlich zur Entschärfung der Schuldenprobleme beigetragen – obwohl es bisher nicht die schwerstverschuldeten Länder Lateinamerikas waren, die den größten direkten Nutzen aus dem Konjunkturaufschwung zogen. Über die direkten Auswirkungen hinaus, die besonders den asiatischen Entwicklungsländern zugute kamen, verbesserte die wirtschaftliche Erholung in den entwickelten Ländern vor allem das allgemeine wirtschaftliche Klima, in dem die Schuldenprobleme in Angriff genommen werden mußten. Auf der Finanzierungsseite stellte sich freilich die Lage weniger günstig dar. Zwar lagen die Dollarzinsätze im Jahr 1983 im Durchschnitt unter denen von 1982, doch began-

nen sie gegen Jahresmitte 1983 wieder zu steigen und erhöhten sich 1984 weiter, was die Belastungen aus dem Schuldendienst neuerlich verstärkte.

Bei der Aufrechterhaltung eines ausreichenden Mittelzuflusses in die Problemschuldnerländer fiel dem Internationalen Währungsfonds die Schlüsselrolle zu. Der Fonds ging in zweifacher Weise an das Problem heran. Erstens stellte er den wichtigsten Problemländern umfangreiche Kredite zur Verfügung, nachdem er mit ihnen zum Zweck der Wiederherstellung geordneter Zahlungsbilanzverhältnisse Sanierungsprogramme ausgehandelt hatte. Zweitens versuchte er sicherzustellen, daß diesen Ländern weiterhin insgesamt ausreichende Finanzmittel vom Ausland zur Verfügung gestellt wurden, indem er die endgültige Bewilligung seiner eigenen, an Auflagen gebundenen Kredite von der Bereitstellung neuer Mittel durch das internationale Bankensystem abhängig machte. Die Aufsichtsbehörden einer Reihe von Ländern unterstützten diesen zweiten Aspekt des Vorgehens des Fonds, indem sie ihren Banken klarmachten, daß sie keinen Widerspruch zwischen der Bildung angemessener höherer Rücklagen für zweifelhafte Forderungen und der gleichzeitigen Ausweitung des Engagements gegenüber den Schuldnerländern sahen, die IWF-unterstützte Sanierungsprogramme durchführten.

Die Konditionalität des Fonds erleichterte auch die Handhabung der Schuldenprobleme durch die Art ihres Einflusses auf die Verhandlungen zwischen Schuldnerländern und internationalen Bankgläubigern. Im Laufe des Jahres 1983 sahen sich die Banken von seiten einer beträchtlichen Zahl von Ländern mit dem Wunsch sowohl nach Umschuldung bestehender Schulden als auch nach Bereitstellung neuer Finanzierungsmittel konfrontiert. Zum Schlüsselement dieser Verhandlungen wurde die Einwilligung der Schuldnerländer in die IWF-Konditionalität, von der die Banken ihre eigene Zustimmung zu den Finanzhilfeprogrammen abhängig machten. Dieses gemeinsame Vorgehen des Fonds und der internationalen Banken in der Schuldenkrise hat sicherlich dazu beigetragen, größere Übereinstimmung zwischen der Kreditvergabepolitik der Banken und der Verschuldungspolitik der Länder auf der einen Seite und den grundlegenden makroökonomischen Erfordernissen auf der anderen Seite zu schaffen. Überdies mag man aus den so gewonnenen Erfahrungen einige Lehren für die Zukunft ziehen, wenn die gegenwärtige Form der „organisierten“ Zahlungsbilanzfinanzierung einiger Länder nicht mehr notwendig sein wird.

Die gemeinsame Gewährung neuer Finanzierungsmittel an eine Reihe von Problemschuldnerländern durch den Fonds und die internationale Bankengemeinschaft im Jahr 1983 ermöglichte im Laufe des Jahres 1983 die Rückzahlung der Überbrückungskredite, die ihnen 1982 und Anfang 1983 von der BIZ und den US-Währungsbehörden eingeräumt worden waren. Dies galt sowohl für die Kredite über \$ 1,85 und 1,45 Mrd. an die Bank von Mexiko bzw. die Zentralbank von Brasilien als auch für den Kredit in Höhe von \$ 0,5 Mrd., der der Jugoslawischen Nationalbank gewährt worden war. Eine Bereitschaftsfazilität über \$ 0,5 Mrd., die der Zentralbank von Argentinien im Januar 1983 eingeräumt worden war, lief ohne Inanspruchnahme aus (s. Kapitel VIII, S. 168/169).

Die aufeinander abgestimmten offiziellen und privaten Kapitalflüsse in die Schuldnerländer im abgelaufenen Jahr waren nicht auf jene Finanzierungspakete

beschränkt, die vom IWF und den internationalen Banken zusammengestellt wurden. In einem gänzlich anderen Bereich bemühte sich die Weltbank, Co-Finanzierungsformen mit Geschäftsbanken zu entwickeln. Derartige Co-Finanzierungen sollen den Zugang der Entwicklungsländer zu Bankkrediten mit vertretbaren Konditionen für jene Zwecke erweitern, die eher zu wirtschaftlichen Entwicklungsprogrammen beitragen als die allgemeinen Zahlungsbilanzkredite. Man kann dazu bemerken, daß die Aufsichtsbehörden des jeweiligen Mutterlandes der kreditgebenden Banken die Verbesserung der Qualität der internationalen Aktiva ihrer Banken dadurch unterstützen könnten, daß sie derartigen Krediten bezüglich der Risikoeinstufung eine Vorzugsbehandlung einräumen.

Für die Zukunft zeichnet sich ab, daß der Fonds weiterhin eine entscheidende Rolle bei der Bewältigung der internationalen Schuldenkrise und bei der Abwehr jeglicher Beeinträchtigung der Funktionstüchtigkeit des internationalen Finanzsystems spielen wird. Aus diesen Gründen muß er sowohl in der Lage sein, seinen Mitgliedsländern ausreichende, an Auflagen geknüpfte Kreditlinien einzuräumen, als auch über die nötigen Finanzierungsmittel für deren Inanspruchnahme verfügen. Von diesen beiden Gesichtspunkten aus betrachtet kam das Inkrafttreten der IWF-Quotenerhöhung im Rahmen der achten allgemeinen Überprüfung gegen Ende 1983 genau zur rechten Zeit; dasselbe gilt für die Verstärkung der fondseigenen Kreditlinien durch die Ausweitung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen im Dezember 1983 und die Einräumung eines Kreditrahmens von SZR 6 Mrd. durch Saudi-Arabien, die BIZ, Japan und Belgien im April 1984 (s. Kapitel VIII, S. 170). Die Bemühungen um Aufstockung der Mittel der Gruppe der Weltbankinstitutionen haben bisher jedoch noch zu keinen Ergebnissen geführt.

Was den Beitrag der internationalen Banken betrifft, so umfaßten die Umschuldungsaktionen, mit denen sie im Verlauf des Jahres 1983 befaßt waren, nicht weniger als zweiundzwanzig Länder und eine Gesamtschuld von etwa \$ 60 Mrd. In den meisten Fällen wurden die Laufzeiten der umgeschuldeten Verbindlichkeiten, die nicht nur längerfristige Kredite, sondern auch kurzfristige Finanz- und Handelskredite umfaßten, auf Zeiträume von sieben bis neun Jahren ausgedehnt. Überdies beliefen sich die von den Banken im Rahmen von fondsbezogenen Programmen neu gewährten Kredite 1983 auf \$ 14 Mrd., wovon fast \$ 10 Mrd. bis Jahresende tatsächlich in Anspruch genommen wurden. Allein Brasilien und Mexiko vereinigten über die Hälfte der umgeschuldeten Beträge und zwei Drittel der neuen Kredite auf sich. Im Gegensatz zur üblichen Form der nur das laufende Jahr abdeckenden Verhandlungen umfaßten die Umschuldungsvereinbarungen, die zwischen Mexiko und seinen ausländischen Gläubigerbanken im vergangenen Jahr abgeschlossen wurden und auf die Gewährung neuer Bankmittel in Höhe von \$ 5 Mrd. im März 1983 folgten, die bis Ende 1984 fällige Schuld des öffentlichen Sektors in Höhe von \$ 22,5 Mrd. Im Falle Brasiliens regelten die Anfang 1983 abgeschlossenen Vereinbarungen die Umschuldung von \$ 4,8 Mrd. an 1983 fällig werdenden öffentlichen und privaten Verbindlichkeiten und die Gewährung neuer Mittel in Höhe von \$ 4,4 Mrd. Überdies nahmen im Dezember 1983 Brasilien und Mexiko mit ihren Gläubigerbanken Verhandlungen über die Bereitstellung neuer Mittel in Höhe von \$ 6,5 bzw. 3,8 Mrd. im Jahr 1984 auf. Diese Kreditpakete wurden in der Zwischenzeit abgeschlossen.

Ungeachtet ihrer verschiedenen Beiträge zur Eindämmung der Schuldenkrise konnten die internationalen Banken im vergangenen Jahr ihre Bilanzstrukturen im wesentlichen verbessern. Die erheblich günstigere Ertragslage ermöglichte nicht nur eine beschleunigte Bildung von – allgemeinen oder spezifisch für unsichere Länderkredite bestimmten – Rücklagen, sondern ließ auch Raum für eine Verbesserung des Verhältnisses von Eigenkapital zu risikobehafteten Aktiva, wobei die Zunahme der Eigenmittel der Banken in den meisten Fällen die durchschnittliche Wachstumsrate ihres Engagements in Nicht-OPEC-Entwicklungsländern von 5% überstieg. Überdies erleichterte die lebhaftere Emissionstätigkeit auf den Anleihemärkten den Banken einen zumindest teilweisen Ausgleich der verringerten Liquidität einiger ihrer internationalen Forderungen. Daher verlagerte sich das Mittelaufkommen in den Bankbilanzen von der kurzfristigen Interbankfinanzierung zu längerfristigen Finanzierungsformen und dabei vor allem zu variabel verzinslichen „Notes“. Die Banken nahmen im vergangenen Jahr auf diese Weise Mittel von schätzungsweise \$ 14 Mrd. auf, nach \$ 13 bzw. 8 Mrd. in den Jahren 1982 und 1981. Ein wesentlicher Teil dieser Emissionen, besonders von US-Banken, war mit Aktienbehebungen oder der Einräumung nachrangigen Kapitals verknüpft. Darüber hinaus wickelte sich auf der Aktivseite der Bankbilanzen ein größerer Teil des Kreditwachstums mittels marktgängiger Schuldtitel ab, wobei der Erwerb der von Schuldner begebenen variabel verzinslichen Anleihen zum Teil syndizierte Kredite ersetzte. Schließlich neigten die Banken dazu, ihre Beteiligung am nicht sehr einträglichen Interbankgeschäft zu verringern, um eine übermäßige Belastung der Eigenkapitalausstattung zu vermeiden.

Die gute Gewinnentwicklung der internationalen Banken im Jahr 1983 war aufgrund der die Rezession ablösenden Konjunkturerholung zum Teil auf bessere Ergebnisse ihres Inlandsgeschäfts zurückzuführen. Darüber hinaus jedoch berechneten die Banken im internationalen Geschäft sehr beträchtliche Zinsaufschläge (über 2% im Durchschnitt) und Abschlußgebühren (über 1% im Durchschnitt) für umgeschuldete Kredite, obwohl die Umschuldung in Verbindung mit der IWF-Konditionalität die Bonität der Schuldner eher verbessert haben sollte. Es ist deshalb überaus wichtig, daß, sobald die Anpassungsbemühungen eines Schuldnerlandes Früchte zu tragen beginnen, dies von den Banken sofort durch eine Verbesserung der Kreditkonditionen anerkannt wird.

Schließlich war die erfreulichste Entwicklung des vergangenen Jahres, was die Schuldnerländer selbst betrifft, eine weitere Verringerung des zusammengenommenen Leistungsbilanzdefizits der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer von etwas unter \$ 60 auf etwa 38 Mrd.* Der Großteil dieser Verbesserung fand dort statt, wo sie am dringendsten benötigt wurde, nämlich in den lateinamerikanischen Ländern, deren gemeinsames Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr um mehr als die Hälfte auf etwa \$ 15,5 Mrd. zurückging, das niedrigste Niveau seit der Zeit vor der zweiten großen Ölpreiserhöhung. Mexiko gelang es, einen Fehlbetrag von \$ 5 Mrd. in einen Überschuß von \$ 5,5 Mrd. umzukehren, während das Defizit Brasiliens von \$ 15 auf 6 Mrd. gekürzt werden konnte.

* Da die Daten über die Offshore-Finanzplätze in diesem Zusammenhang ausgeklammert sind, stimmen die im restlichen Abschnitt genannten Zahlen mit jenen in Kapitel V nicht überein.

Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken¹
und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1978–83 (Schätzung)

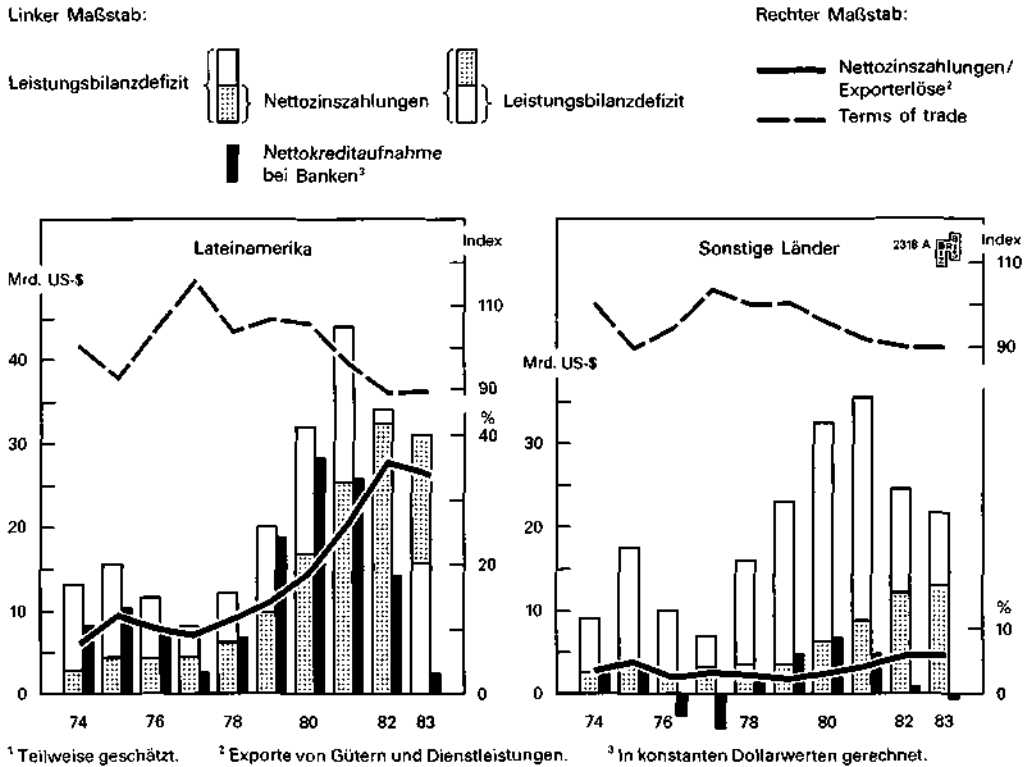
	Stand Ende 1977	Mittelfluß ²						Stand Ende 1983
		1978	1979	1980	1981	1982	1983	
Milliarden US-Dollar, zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende								
OPEC-Länder³								
Einlagen (brutto)	77,9	3,2	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,6	120,2
Kreditaufnahme (brutto)	39,1	16,7	7,2	7,0	4,2	8,2	9,7	86,8
Netto ⁴	38,8	-13,5	30,2	34,9	- 1,0	-26,4	-23,3	33,4
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁵	69,6	-14,6	15,5	14,3	- 1,8	-11,6	- 9,3	61,6
Leistungsbilanzsaldo .....	.	5,0	61,5	110,5	54,0	-12,5	-16,5	.
Entwicklungsländer (ohne OPEC)								
Einlagen (brutto)	60,8	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,5	110,9
Kreditaufnahme (brutto)	97,2	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	12,4	256,2
Netto ⁴	-36,4	- 8,2	-23,0	-35,1	-30,5	-14,9	- 1,9	-145,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁵	43,5	11,3	8,6	- 1,7	0,1	- 2,0	8,4	68,2
Leistungsbilanzsaldo .....	.	-28,0	-43,0	-64,5	-79,5	-59,0	-38,0	.
Entwickelte Länder								
Einlagen (brutto)	28,2	8,7	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,5	48,9
Kreditaufnahme (brutto)	55,5	5,7	7,5	15,4	16,8	15,9	7,5	116,4
Netto ⁴	-27,3	3,0	- 0,5	- 9,7	-13,0	-16,0	- 6,0	- 67,5
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁵	15,9	6,5	3,2	1,3	- 1,5	1,2	2,4	29,1
Leistungsbilanzsaldo .....	.	- 7,0	- 7,0	-16,5	-24,5	-23,0	-10,0	.
Osteuropa								
Einlagen (brutto)	8,4	1,7	4,7	0,9	0,1	2,0	2,9	18,5
Kreditaufnahme (brutto)	38,3	5,7	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,2	48,9
Netto ⁴	-29,9	- 4,0	- 2,5	- 5,9	- 4,7	6,6	4,1	- 30,4

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 An die BIZ berichten die Banken in Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Österreich, Schweden, der Schweiz, den USA und die Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Ab Dezember 1981 enthalten die Angaben für 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.

Trotz dieser deutlichen Verbesserung ihrer gemeinsamen Leistungsbilanz blieb jedoch die außenwirtschaftliche Zahlungssituation vieler lateinamerikanischer Länder sehr prekär. Das anhaltend hohe Niveau der Dollarzinssätze zusammen mit einem allerdings bescheidenen weiteren Anwachsen der Verschuldung bewirkten, daß die gesamten Nettozinszahlungen lateinamerikanischer Länder auf ihre Auslandsschuld mit \$ 31 Mrd. (selbstverständlich ohne Zinserträge für das Fluchtkapital) fast so hoch wie 1982 und zweimal so groß wie ihr gesamtes Leistungsbilanzdefizit waren. Die Verbesserung der Leistungsbilanzen dieser Länder mußte daher über die Erwirtschaftung eines massiven Handelsüberschusses kommen. Bei einem Anstieg ihrer gesamten Exporterlöse von Gütern und Dienstleistungen um nur ca. 1% brachte das Jahr 1983 weitere Kürzungen der gesamten Warenimporte

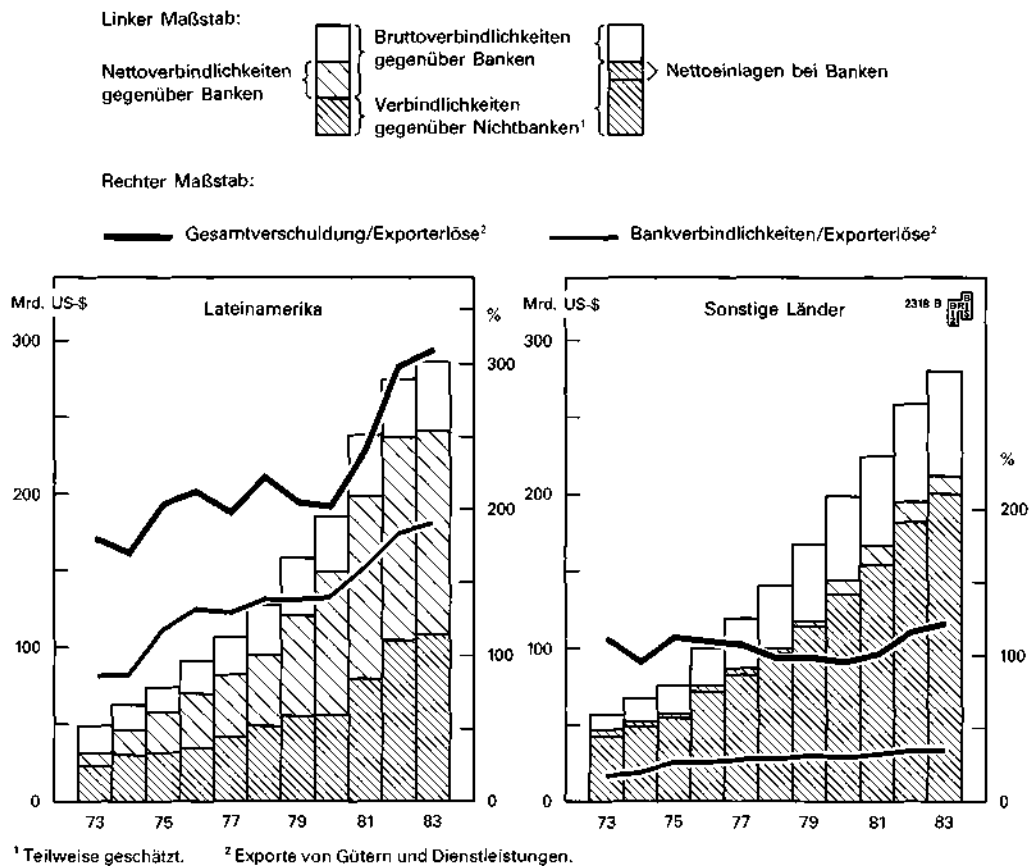
Bestimmungsgründe für die Krediterfordernisse und die Inanspruchnahme der internationalen Bankenfinanzierung durch Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974–83¹



Lateinamerikas um 27%, zusätzlich zum Rückgang von 30% im Jahr 1982. Eine derart drastische Beschneidung der Importe konnte nicht allein über die Marktkräfte erzielt werden, sondern erforderte verschiedene Formen von Rationierungsmaßnahmen, deren Folgen sowohl für die inländische als auch für die Exportproduktion problematisch waren.

Überdies brachten der fortgesetzt hohe Zinsendienst und die weiterhin schwachen Exportergebnisse in Lateinamerika im vergangenen Jahr eine weitere Verschlechterung einiger wichtiger Verhältniszahlen der Verschuldung mit sich, dies um so mehr, als die schuldenneutralen Kapitalflüsse in jene Länder nicht zunahmen. Daher stieg das zusammengenommene Verhältnis von Schulden zu Erlösen aus Güter- und Dienstleistungsexporten von 300 weiter auf 308,5%, und trotz eines größeren Anteils der offiziellen Kredite erhöhte sich das Verhältnis von Bankverbindlichkeiten zu Ausfuhren ebenfalls leicht von 185 auf 190,5%. Das Verhältnis Nettozinszahlungen zu Ausfuhren verbesserte sich etwas, blieb aber mit über 33% sehr hoch. Diese Relationen wären wesentlich höher, wenn sie nur auf Basis der Güterexporte berechnet worden wären. Die Zinszahlungen Brasiliens und Mexikos beliefen sich 1983 auf jeweils etwa \$ 10 Mrd. und nahmen damit fast die Hälfte der Güterexporterlöse dieser Länder in Anspruch.

Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973–83¹



Zusätzlich zur Verringerung des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits in Lateinamerika gab es dort im vergangenen Jahr auch noch einige andere ermutigende Anzeichen von Fortschritten. Erstens verbesserte die Umschuldung das Fälligkeitsprofil der Auslandsverschuldung. Zweitens liess die Kapitalflucht aus Lateinamerika, die für den Zeitraum 1978–82 insgesamt auf mindestens \$ 50 Mrd. geschätzt werden kann, 1983 offensichtlich drastisch nach, obwohl es bisher wenige Anzeichen einer Umkehr gibt. Drittens versetzte die verbesserte Zahlungsbilanz Mexiko im vergangenen Jahr in die Lage, nicht nur den Großteil der Reservenverluste, die es 1982 erlitten hatte, wieder wettzumachen, sondern auch von den Banken zum Jahresende 1983 wesentlich günstigere Umschuldungsbedingungen zu erhalten.

Bei den übrigen Nicht-OPEC-Entwicklungsländern fiel die letztjährige Verringerung des zusammengekommenen Leistungsbilanzdefizits von \$ 24,5 auf 22,5 Mrd. nur sehr bescheiden aus. Die Länder Asiens, die im vergangenen Jahr als einzige Nicht-OPEC-Entwicklungsländer bedeutende Exportzuwächse erwirtschafteten, verringerten ihr gemeinsames Leistungsbilanzdefizit um \$ 3 Mrd. Das Verhältnis

ihrer Bankverbindlichkeiten zu den Ausfuhren, das weniger als einem Sechstel der Quote der lateinamerikanischen Länder entspricht, verschlechterte sich nicht weiter, und der Schuldendienst stellte, die Philippinen ausgenommen, kein großes Problem dar. Auch die afrikanischen Länder konnten ihr gemeinsames Leistungsbilanzdefizit reduzieren, was aber wie im Falle Lateinamerikas durch Kürzungen der Einfuhren bei weiter rückläufigen Ausfuhren erzielt wurde. Einen weiteren Rückgang der Exporte und eine entsprechende Verschlechterung des Verhältnisses von Bankverbindlichkeiten zu Ausfuhren verzeichneten auch die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer des Nahen Ostens, deren Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr zunahm. Afrikanische und Nahostländer zusammen vereinigen jedoch nur 12% der gesamten internationalen Bankschulden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer auf sich.

Eine weitere positive Entwicklung im vergangenen Jahr war die anhaltende Verbesserung der internationalen Zahlungsfähigkeit der osteuropäischen Länder. Der gemeinsame Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder hat sich Schätzungen zufolge weiter von \$ 4,5 auf 9 Mrd. vergrößert, wobei die UdSSR, Rumänien und Ungarn die deutlichsten Verbesserungen erzielten. Die Nettoverschuldung der osteuropäischen Länder gegenüber den berichtenden Banken, die 1982 um \$ 6,6 Mrd. abgenommen hatte, ging im vergangenen Jahr um weitere \$ 4,1 Mrd. zurück. Angesichts dieser leichteren Schuldenlast wurde die Kreditvergabepolitik der Banken gegenüber diesen Ländern, die sich im Anschluß an die Zuspitzung der Schwierigkeiten Polens bei der Bedienung seiner Auslandsschulden verhärtet hatte, wieder offener. Mit Ausnahme Polens haben die meisten Länder dieser Gruppe wieder Zugang zu internationalen Bankkrediten oder scheinen ihn allmählich zu erlangen. Sogar Polen konnte vor kurzem seine akuten äußeren Zahlungsprobleme entschärfen, indem es die Einwilligung seiner Gläubigerbanken zu einer Umschuldung erhielt, derzufolge zwischen 1984 und 1987 fällige Kredite von \$ 1,6 Mrd. auf eine Zehnjahresperiode verteilt und \$ 0,7 Mrd. an neuen Mitteln gewährt wurden.

Als Fazit der Entwicklung der internationalen Verschuldung im Jahr 1983 läßt sich aus realwirtschaftlicher Sicht feststellen, daß die Leistungsbilanzdefizite der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer im vergangenen Jahr beträchtlich abnahmen, was den eigenen nachdrücklichen Anpassungsbemühungen dieser Länder im Zusammenwirken mit der konjunkturellen Belebung in den entwickelten Ländern zuzuschreiben ist. Von der Finanzierungsseite her gesehen wurde eine Fortsetzung des Kapitalflusses in die problematischen Schuldnerländer durch das abgestimmte Vorgehen von IWF und internationalen Banken sichergestellt, während gleichzeitig die finanzielle Lage sowohl des Fonds als auch der Banken gestärkt wurde. Es muß jedoch noch viel getan werden, wenn der bisher erzielte Fortschritt weitergeführt und abgesichert werden soll. Somit bedarf es weiterhin eines gut aufeinander abgestimmten Zusammenwirkens aller wichtigen Akteure der internationalen Finanzszenen.

Der Kern des internationalen Schuldenproblems liegt in Lateinamerika, wo Zahlungsbilanzanpassungen von 1981 bis 1983 Importkürzungen von insgesamt fast 50% nach sich zogen und wo die Kosten für die Bedienung der Auslandsschulden weiterhin sehr hoch sind. Unter der Annahme eines fortgesetzten Wirtschaftswachstums in den entwickelten Ländern und nicht weiter steigender Dollarzinsätze sollte es möglich sein, die Verschuldungssituation weiter unter Kontrolle zu bringen.

Darüber hinaus werden aber die Länder Lateinamerikas zur Gesundung ihrer Zahlungsbilanzlage ein rascheres Wachstum ihrer Exporterlöse erzielen müssen. Um dies zu erreichen, müssen allerdings zwei weitere Bedingungen erfüllt sein. Erstens benötigen diese Länder exportorientierte binnenwirtschaftliche Strategien, und zweitens müssen ihre Exporte ausreichenden Zugang zu den Märkten in den entwickelten Ländern erhalten.

Entwicklung der wichtigsten Aggregate

Im Anschluß an den Ausbruch der Zahlungskrise Mexikos im Spätsommer 1982 begann sich bereits im späteren Jahresverlauf das Wachstum der internationalen Bankkredite zu verlangsamen. Die Abschwächung setzte sich weit in das Jahr 1983 hinein fort, und trotz Anzeichen einer neuerlichen Belebung in den letzten Monaten des Jahres war die 1983 insgesamt verzeichnete Ausweitung der internationalen Bankkreditaggregate – sowohl in absoluten Beträgen als auch insbesondere in Zuwachsraten ausgedrückt – die weitaus niedrigste seit vielen Jahren. Zu konstanten Dollarwerten (sofern nicht anders angegeben, werden alle Stromgrößen in diesem Abschnitt um die Bewertungseffekte aus Wechselkursveränderungen bereinigt) erhöhten sich die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken, die durch das BIZ-Berichtssystem erfaßt werden, um \$ 108 Mrd. oder 6,5% auf einen Jahresendstand von insgesamt \$ 1 754 Mrd., während sich der Zuwachs im Jahr 1981 – Vergleiche mit 1982 sind weniger aussagefähig, da dies ein Übergangsjahr war – auf \$ 265 Mrd. oder 20,5% belaufen hatte (s. Tabelle auf S. 116).

Da die Wachstumsabschwächung bei den Zwischenbankgeschäften innerhalb des Berichtsgebiets besonders ausgeprägt war, überzeichnen die oben genannten Bruttowerte etwas die Abflachung der Grundtendenz des Wachstums der internationalen Bankkredite. Ohne die Doppelzahlungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken selbst hat sich die Zunahme der internationalen Bankkredite schätzungsweise von \$ 165 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 85 Mrd. im vergangenen Jahr oder von 21,5 auf 8,5% verlangsamt. Die Kreditausweitung war besonders schwach im ersten Halbjahr 1983, als sie knapp \$ 25 Mrd. betrug. Im zweiten Halbjahr beschleunigte sie sich auf \$ 60 Mrd., was – wenn auch zum Teil saisonbedingt – erheblich mehr war als der im zweiten Halbjahr 1982 verzeichnete Zuwachs um \$ 45 Mrd.

Bei der Bewertung des realen Wachstums der internationalen Bankkredite im Jahr 1983 ist es wichtig, die internationale Preisentwicklung, wie z.B. die Veränderung der Dollardurchschnittswerte international gehandelter Güter, zu berücksichtigen. Gegenüber dem vierten Quartal des Vorjahres ging dieser Index 1983 um 4–5% und damit fast im selben Ausmaß wie 1982 zurück. Rechnet man das Wachstum der internationalen Bankkredite von 8,5% mit diesem Zuwachs des „realen“ internationalen Dollarwertes zusammen, so ergäbe sich für 1983 eine Wachstumsrate von etwa 13%. Diese würde sich nicht sehr stark von den in früheren Jahren verzeichneten realen Zuwachsraten unterscheiden, als die nominalen Wachstumsraten im Bereich von 20 bis 25% lagen, aber der Index der Durchschnittswerte der international gehandelten Güter ebenfalls recht steil anstieg. Wenn man überdies die

Quasi-Stagnation des internationalen Handelsvolumens, das 1983 nur um 2% zunahm, und die hohen Zinsen mit einbezieht, so scheint es, daß das 1983 mit 8,5% relativ mäßige Nominalwachstum der internationalen Bankkredite eine ähnlich große Ausweitung der Verschuldung und der Schuldendienstverpflichtungen nach sich gezogen haben dürfte wie in den späten siebziger Jahren, als die nominalen Zuwachsraten sehr hoch lagen.

Betrachtet man die *Entwicklungen an den einzelnen Finanzplätzen*, so zeigt sich als ein markantes Merkmal im vergangenen Jahr die deutliche Verlangsamung des internationalen Geschäfts der Banken in den USA. Nach Zuwächsen von \$ 75,7 und 107,1 Mrd. in den Jahren 1981 und 1982 nahmen ihre Auslandsforderungen im Jahr 1983 nur mehr um \$ 32,9 Mrd. zu. Diese Abschwächung spiegelte drei verschiedene Einflüsse wider: das erhöhte Risikobewußtsein der Banken in bezug auf ihr internationales Kreditgeschäft nach dem Ausbruch der Schuldenkrise von 1982; die allmähliche Belebung der inländischen Kreditnachfrage in den USA im Laufe des Jahres 1983; und in bedeutendem Maß die Tatsache, daß 1982 das Wachstum der Auslandsaktiva der Banken in den USA eine Zeitlang durch die Eröffnung der neuen Internationalen Bankenfreizone (IBF) aufgebläht worden war. Aus der umstehenden Tabelle geht hervor, daß die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der IBF im ersten Halbjahr 1982 sehr stark angestiegen waren. Im zweiten Halbjahr hatte sich das Wachstum bereits mehr als halbiert, und in den ersten sechs Monaten des Jahres 1983 verringerte es sich neuerlich um etwa 45%.

Die Eröffnung der IBF beeinflusste in erster Linie das Geschäft der Niederlassungen von US-Banken an Offshore-Finanzplätzen. Wie aus der Tabelle ersichtlich, hatten die gesamten Auslandsforderungen dieser Niederlassungen, die 1981 um fast \$ 32 Mrd. zugenommen hatten, 1982 kaum einen Zuwachs aufgewiesen und expandierten 1983 wieder um bescheidene \$ 7,7 Mrd. Sogar diese Werte untertreiben das Ausmaß, in dem Geschäfte in die USA rückverlegt wurden, da im Rahmen dieser Gesamtstagnation die gegenüber den USA bestehenden Forderungen der Offshore-Niederlassungen steil anstiegen, während ihre Kredite an Partner in anderen Ländern abnahmen. Von Ende September 1981 bis Jahresende 1983 weiteten sich die Auslandsforderungen der Offshore-Niederlassungen von US-Banken insgesamt um nur \$ 13 Mrd. aus, während gleichzeitig ihre Forderungen gegenüber den USA um \$ 46,5 Mrd. stiegen, was einen Rückgang der ausstehenden Forderungen gegenüber anderen Ländern um \$ 33,5 Mrd. bedeutet. Insbesondere die über US-Filialen an Offshore-Finanzplätzen verbuchten Kredite an Nicht-OPEC-Entwicklungsländer gingen um \$ 21 Mrd. oder fast 50% zurück. Die Verlagerung des Geschäfts in die USA im zweiten Halbjahr 1982 und im Jahr 1983 könnte nicht nur auf die Zweckmäßigkeit der IBF, sondern auch auf Vertrauensfaktoren und die Vorteile zurückzuführen sein, die sich aus der zentralen Erfassung von zweifelhaften und umgeschuldeten Krediten am Hauptsitz ergeben.

Noch augenfälliger als die Verlangsamung des Wachstums der Auslandsforderungen der Banken in den USA war die Tatsache, daß diese Banken netto von Anbietern zu Nehmern neuer Mittel auf den internationalen Märkten wurden. Von Ende 1979 bis zum ersten Quartal 1983 war die Nettogläubigerposition der Banken in den USA gegenüber dem Ausland von nur \$ 6 auf 130 Mrd. hochgeschwungen, ein

Veränderung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten
(Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen
berichtenden Ländern 1980–83

	Stand Ende 1979	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)						Stand Ende 1983
		1980	1981	1982		1983		
				1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Milliarden US-Dollar								
Forderungen								
USA	136,4	40,4	75,7	68,1	39,0	18,6	14,3	396,0
darunter: IBF	—	—	63,4	55,4	25,6	14,6	13,4	172,2
Offshore-Niederlassungen von US-Banken ¹	127,6	13,6	31,9	- 0,8	2,2	3,2	4,5	179,8
Europäische berichtende Länder	776,0	158,6	133,9	4,4	53,9	- 6,1	51,9	1027,2
davon: Großbritannien	285,5	75,0	79,5	13,4	21,5	9,5	21,5	482,7
Frankreich	123,6	24,9	9,1	- 3,8	14,3	-10,1	11,3	141,1
Luxemburg	80,8	13,6	6,2	2,3	3,5	- 0,5	1,9	85,4
Deutschland (BR) ..	69,3	10,3	7,4	- 3,4	3,3	- 2,7	2,5	63,1
Belgien	43,0	14,1	8,8	- 1,4	2,5	0,5	3,3	61,3
Schweiz	59,1	4,0	5,1	3,9	- 1,8	3,8	- 1,3	60,2
Niederlande	55,9	9,3	7,4	2,2	- 2,0	- 1,1	0,7	58,1
Italien	29,6	1,8	6,4	- 9,7	8,7	- 8,0	10,0	35,3
Österreich	17,9	3,2	2,4	0,7	3,5	1,0	1,5	25,1
Schweden	5,8	2,2	0,1	0,2	- 0,2	0,7	- 0,1	7,1
Dänemark	4,0	0,2	0,7	- 0,2	0,4	0,5	0,8	5,5
Irland	1,5	0,5	0,5	0,2	0,4	0,1	- 0,2	2,3
Japan	45,4	18,2	20,7	0,3	7,7	5,8	12,8	109,1
Kanada	25,6	10,1	2,7	2,3	- 1,4	2,0	1,5	41,8
Insgesamt	1111,0	241,1	264,8	74,2	101,4	23,5	84,9	1753,9
Nachrichtlich: nichtberichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen ²	135,0	42,0	62,0	7,0	8,0	1,0	15,0	270,0
Verbindlichkeiten								
USA	130,1	9,3	38,3	56,5	11,9	8,7	42,1	296,8
darunter: IBF	—	—	48,3	56,1	20,8	9,7	21,7	156,5
Offshore-Niederlassungen von US-Banken ¹	128,8	14,4	33,5	- 0,3	4,0	3,1	3,2	184,8
Europäische berichtende Länder	778,1	178,7	126,0	3,7	52,8	0,6	47,4	1051,8
davon: Großbritannien	302,0	76,9	78,7	19,8	24,1	12,0	24,9	514,2
Frankreich	106,2	28,1	14,9	- 5,4	13,0	- 7,8	9,6	138,7
Luxemburg	76,6	12,9	4,1	1,7	2,2	- 1,1	1,4	79,1
Deutschland (BR) ..	77,7	3,3	1,5	- 3,8	3,4	- 1,2	- 0,8	57,4
Belgien	50,1	18,0	9,8	- 0,2	2,8	3,7	2,8	72,6
Schweiz	38,2	7,2	2,8	0,3	- 2,9	0,6	- 0,8	38,8
Niederlande	55,5	11,8	4,6	1,6	- 0,5	- 3,2	- 0,3	55,5
Italien	38,1	9,6	4,4	-10,7	6,4	- 4,5	8,4	45,6
Österreich	19,0	5,9	1,8	0,5	2,3	0,4	1,3	25,8
Schweden	8,7	3,2	1,9	- 0,7	1,3	0,8	0,4	14,0
Dänemark	3,7	0,2	0,6	—	0,1	0,3	1,0	5,1
Irland	2,0	1,5	0,7	0,7	0,3	0,4	- 0,2	5,0
Japan	50,5	28,8	21,8	- 0,3	1,1	1,2	6,3	106,6
Kanada	32,8	10,9	18,0	0,9	- 4,4	3,2	0,7	62,1
Insgesamt	1120,3	242,2	237,7	60,3	65,5	16,8	99,7	1702,1
Nachrichtlich: nichtberichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen ²	125,0	41,0	60,0	9,0	7,0	- 1,0	17,0	258,0

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

Anstieg, der damit sogar die OPEC-Länder in ihrer früheren Position als Anbieter neuer Mittel auf den internationalen Märkten in den Schatten stellte. Im zweiten Quartal 1983 hingegen wurden die Banken in den USA in geringem Ausmaß zu Nettoimporteuren neuer Mittel, und in den folgenden zwei Quartalen nahmen diese Zuflüsse stark zu, so daß bis zum Jahresende ihre Gläubigerposition gegenüber dem Ausland auf knapp unter \$ 100 Mrd. abgesunken war. Diese Zuflüsse im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres beruhten vor allem auf einer starken Ausweitung der – zumeist über die ausländischen Töchter getätigten – Auslandskreditaufnahme der Banken, während ihre Auslandsforderungen weiterhin zunahmen, allerdings etwas verhaltener als im ersten Halbjahr.

In den traditionellen Euromarktzentren schwächte sich 1983 das Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den europäischen berichtenden Ländern, das bereits 1982 teilweise in Zusammenhang mit der Errichtung der IBF in den USA stark nachgelassen hatte, weiter auf \$ 46 Mrd. und damit auf nur etwa ein Drittel des Wertes von 1981 ab. Zwei Drittel des Zuwachses von 1983 entfielen allein auf Großbritannien, während das internationale Bankgeschäft der zwei anderen wichtigen Euromarktzentren, Frankreich und Luxemburg, sehr langsam zunahm. In Frankreich, Deutschland und den Niederlanden gingen sogar die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken in Fremdwährungen zurück, da das Wachstum ihrer Auslandskreditvergabe auf das Geschäft in Landeswährung beschränkt blieb, das hauptsächlich handelsbezogen ist. Abgesehen von Großbritannien wuchsen die Auslandsforderungen der Banken in Belgien (\$ 3,8 Mrd.), die netto betrachtet jedoch Mittel im Ausland aufnahmen, der Banken in der Schweiz (\$ 2,5 Mrd.), wo sich fast der gesamte Zuwachs auf die Geschäfte in Landeswährung beschränkte, und der Banken in Österreich (\$ 2,5 Mrd.). Die Zahlen über die Banken in der Schweiz enthalten jedoch nicht die von diesen Instituten dem internationalen Markt zugeführten Treuhandmittel, die sich 1983 schätzungsweise auf \$ 4 Mrd. belaufen haben dürften.

Auf der Basis Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten waren die Banken in Großbritannien, deren Nettoauslandsverbindlichkeiten sich um \$ 5,9 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von \$ 31,5 Mrd. erhöhten, im vergangenen Jahr die größten Mittelnehmer innerhalb des europäischen Berichtsgebiets; ferner die Banken in Belgien und Italien, die eine Zunahme ihrer Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland von \$ 2,7 auf 11,3 Mrd. bzw. \$ 1,9 auf 10,3 Mrd. auswiesen. Der Anstieg der Nettoschuldnerposition der Banken Belgiens und Italiens gegenüber dem Ausland ist auf die internationale Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors über das inländische Bankensystem zur Zahlungsbilanzfinanzierung zurückzuführen.

Die wichtigsten Nettoanbieter neuer Mittel auf dem internationalen Markt im Jahr 1983 waren innerhalb des europäischen Berichtsgebiets die Banken in den Niederlanden (\$ 3,1 Mrd.) und in der Schweiz (\$ 2,7 Mrd. ohne Treuhandmittel). Die Kapitalexporte der niederländischen Banken beruhten auf einem Abbau ihrer Auslandsverbindlichkeiten, während jene der Schweizer Banken hauptsächlich auf eine Aufstockung der Auslandsforderungen zurückzuführen waren.

Japan war das einzige große berichtende Land, wo die Auslandsforderungen der Banken im Jahr 1983 mit \$ 18,6 Mrd. wesentlich stärker als 1982 und fast so

kräftig wie vor Ausbruch der internationalen Schuldenkrise zunahmen – eine Entwicklung, die die wachsende Rolle der japanischen Banken im internationalen Finanzgeschäft widerspiegelt. Angesichts der relativ schwachen inländischen Kreditnachfrage und des beträchtlichen Zinsgefälles zugunsten des Dollars erhöhten die Banken in Japan ihre Nettokapitalexporte in die internationalen Märkte von \$ 7,2 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 11,1 Mrd. im Jahr 1983, was sie zum Jahresende erstmals seit 1973 wieder zu Nettogläubigern gegenüber dem Ausland in Höhe von \$ 2,5 Mrd. werden ließ.

Was die *strukturelle Zusammensetzung des grenzüberschreitenden Neugeschäfts der Banken* betrifft, so war die Wachstumsverlangsamung der internationalen Bankkreditaggregate im Jahr 1983 in großem Maße auf eine ruhigere Entwicklung des Zwischenbankgeschäfts zurückzuführen. Die Interbankforderungen stiegen im vergangenen Jahr um \$ 74,8 Mrd.; bei Ausklammerung der außergewöhnlich starken Zunahme der Forderungen an Währungsbehörden von \$ 6,9 Mrd. war dies nur etwas mehr als die Hälfte des Zuwachses im Jahr 1982 und nur ein Drittel des Anstiegs von 1981. Überdies war die Abschwächung des Interbankgeschäfts in mancher Hinsicht sogar noch ausgeprägter, als aus den Globalzahlen hervorgeht. Vom Gesamtzuwachs in Höhe von \$ 74,8 Mrd. im Jahr 1983 bestanden \$ 10,8 Mrd. aus Forderungen an Banken außerhalb des Berichtsgebiets, während der Großteil in Höhe von \$ 47,2 Mrd. auf gegenseitige Forderungen der Banken in den USA und der berichtenden Banken in den übrigen Ländern entfiel. Der starke Anstieg dieser Position stand in Verbindung mit der massiven Auslandskreditaufnahme der Banken in den USA für inländische Zwecke. Alle übrigen grenzüberschreitenden Zwischenbankforderungen innerhalb des Berichtsgebiets nahmen um nur \$ 16,8 Mrd. zu, wovon der Großteil auf Forderungen der berichtenden Banken in Europa gegenüber Banken in Japan und umgekehrt entfiel. Im Gegensatz dazu wiesen die grenzüberschreitenden Zwischenbankforderungen innerhalb des Euromarkts in seiner engen Definition, d.h. zwischen den europäischen berichtenden Ländern selbst, erstmals überhaupt keinen Zuwachs auf, während sie 1981 um mehr als \$ 28 Mrd. zugenommen hatten. Überdies schrumpften innerhalb der einzelnen europäischen berichtenden Länder die inländischen Interbankforderungen in Fremdwährungen im vergangenen Jahr um \$ 13,6 Mrd., nach einem Anstieg von \$ 26 Mrd. im Jahr 1981, wobei der Platz London die gesamte Abnahme für sich verbuchte. Zu dieser ungewöhnlichen Stagnation des Interbanksektors des eng definierten Euromarkts dürften folgende Faktoren beigetragen haben: der geringere Umfang der Endkreditvergabe, bankbilanzbedingte Wachstumsgrenzen und die vermehrte Verwendung von Futures-Kontrakten zur Absicherung der Zinsrisiken (s. Kapitel III, S. 60–63), eine größere Selektivität, die Neigung einiger kleinerer Banken, sich aus dem internationalen Markt zurückzuziehen, und die Konkurrenz der IBF.

Auch die direkten Ausleihungen an Nichtbanken verlangsamten sich im vergangenen Jahr weiterhin sehr deutlich, was auf das Zusammenwirken einer konjunkturell bedingten schwachen Kreditnachfrage im Berichtsgebiet selbst, des Wettbewerbs von seiten der Anleihemärkte und der Zurückhaltung der Banken bei der Ausweitung ihres Engagements gegenüber Kunden in einigen Außengebietsländern zurückzuführen war. Die grenzüberschreitenden Neuausleihungen dieser Art san-

Aufteilung des internationalen Bankgeschäfts auf Banken und Nichtbanken 1980–83

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)				Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			
	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983
	Milliarden US-Dollar							
Insgesamt	241,1	264,8	175,6	108,4	242,2	237,7	125,8	116,5
Interbankpositionen ¹	172,1	183,8	119,9	74,8	198,7	165,8	84,2	78,8
davon:								
A. innerhalb des Berichtsgebiets ²	135,6	160,7	107,8	64,0	161,4	155,2	97,6	82,4
zwischen Banken in den USA und anderen be- richtenden Banken	26,9	83,6	101,4	47,2	44,6	67,6	102,3	49,1
zwischen den übrigen berichtenden Banken	108,7	77,1	6,4	16,8	116,8	87,6	- 4,7	33,3
B. gegenüber Währungs- behörden ³	2,5	- 0,4	0,2	6,9	19,0	-13,9	-25,6	- 0,4
in den USA gebucht	-	-	-	-	- 0,1	- 1,1	0,3	3,7
Sonstige	2,5	- 0,4	0,2	6,9	19,1	-12,8	-25,9	- 4,1
Positionen gegenüber Nichtbanken	69,0	81,0	55,7	33,6	43,5	71,9	41,6	37,7
in den USA gebucht	11,8	22,4	26,7	14,7	0,6	5,6	18,1	10,3
außerhalb der USA	57,2	58,6	29,0	18,9	42,9	66,3	23,5	27,4
davon: in US-Dollar	31,7	29,1	7,1	7,0	31,7	55,8	15,2	21,6
in anderen Fremd- währungen	16,3	18,0	7,6	2,5	7,5	6,6	3,7	1,9
in Landeswährung	9,2	11,5	14,3	9,4	3,7	3,9	4,6	3,9
Nachrichtlich:								
Fremdwährungspositionen gegenüber Gebietsansässigen ⁴	82,7	70,7	53,4	17,4	58,9	53,7	51,3	14,5
davon:								
unter Banken ⁵	62,0	51,3	40,7	6,9	53,4	48,4	44,2	12,5
gegenüber Nichtbanken darunter: in US-Dollar	20,7	19,4	12,7	10,5	5,5	5,3	7,1	2,0
	9,2	15,8	7,6	4,4	4,0	0,8	4,1	1,7

¹ Einschl. 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 Einschl. der Positionen gegenüber Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. ³ S. Fußnote 1. ⁴ Nur Banken in Europa, Kanada und Japan. ⁵ Einschl. der nicht gesondert verfügbaren Positionen gegenüber dem japanischen Nichtbankensektor.

ken von \$ 81 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 55,7 Mrd. im Jahr 1982 und \$ 33,6 Mrd. im vergangenen Jahr. In Wachstumsraten ausgedrückt war die Abschwächung besonders deutlich: von über 21% in den Jahren 1980 und 1981 auf nicht mehr als 7% im vergangenen Jahr.

Überdies haben sich nicht nur der Umfang, sondern auch die regionale Verteilung und die Art der Ausleihungen an Nichtbanken in den letzten Jahren drastisch verändert. Waren 1980 nur \$ 11,8 Mrd. oder 17% der neuen Kredite an Nichtbanken in den USA verbucht worden, so stieg der US-Anteil bis 1983 auf \$ 14,7 Mrd. oder 44%. Dementsprechend ging der Anteil der Banken außerhalb der USA in diesem Vierjahreszeitraum von 83 auf 56% oder von \$ 57,2 auf 18,9 Mrd. zurück. Außerdem entfiel die Hälfte dieses Wertes auf die herkömmliche Auslandskreditvergabe in Landeswährungen, die seit 1980 nicht abgenommen hat. Das bedeutet,

daß neue Eurokredite an Nichtbanken 1983 nur \$ 9,5 Mrd. oder knapp 20% des Wertes von 1980/81 ausmachten und somit auch sehr viel niedriger waren als die direkten Ausleihungen an Nichtbanken von den USA aus. Das unterschiedliche Ausmaß der Aktivität in den verschiedenen Teilbereichen des Marktes wird durch die Angabe der Wachstumsraten besonders verdeutlicht. Die Eurokreditvergabe weitete sich im vergangenen Jahr nur um 3% aus, während sowohl die Kreditvergabe aus den USA (der Großteil davon wurde über die IBF abgewickelt) als auch die herkömmlichen Auslandsausleihungen in Landeswährung der übrigen berichtenden Länder um 14 bzw. 12,5% zunahmen. Das Wachstum der Eurokreditvergabe erscheint jedoch etwas stärker, wenn die Inlandsausleihungen in Fremdwährungen an Nichtbanken einbezogen werden, da diese im vergangenen Jahr zwar sehr viel schwächer als vor einigen Jahren, aber doch noch um \$ 10,5 Mrd. oder 10% zunahmen.

Auf der Herkunftsseite des Marktes bot sich ein gänzlich anderes Bild. Die neuen Direkteinlagen von Nichtbanken blieben mit \$ 37,7 Mrd. nur geringfügig gegenüber 1982 zurück und beliefen sich noch auf über 50% des Wertes von 1981. Überdies entfiel trotz der Einführung attraktiver neuer Einlageformen in den USA mehr als der gesamte Rückgang gegenüber 1982 auf die Banken in diesem Land, deren Zugang neuer Einlagen von ausländischen Nichtbanken von \$ 18,1 auf 10,3 Mrd. sank. Im Gegensatz dazu beschleunigte sich die Zunahme der grenzüberschreitenden Nichtbankeinlagen bei den Banken auf dem Euromarkt von \$ 18,9 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 23,5 Mrd. im Jahr 1983. Der Großteil dieser Einlagen lautete auf Dollar, da das Zinsgefälle zugunsten des Dollars offensichtlich ausreichte, um etwaige Wechselkursbefürchtungen auszugleichen.

Ein weiteres erwähnenswertes Merkmal des vergangenen Jahres war die Entwicklung der Euromarkteinlagen offizieller Währungsbehörden. Diese Einlagen waren in den vorangegangenen zwei Jahren stark abgebaut worden. Aber Mitte 1983 kam der Rückgang zum Stillstand, und im zweiten Halbjahr ergaben sich wieder einige Einlagenzugänge. Infolgedessen beliefen sich für das gesamte Jahr die Abzüge offizieller Einlagen nur auf \$ 4,1 Mrd., verglichen mit fast \$ 26 Mrd. im Jahr 1982. (Die Entwicklung der offiziellen Euromarkteinlagen ist im Kapitel VII auf S. 165 ff. ausführlicher behandelt.)

Zählt man die neuen Euroeinlagen von Nichtbanken und Währungsbehörden zusammen, so belief sich 1983 das Mittelaufkommen auf den internationalen Märkten außerhalb der USA aus diesen beiden Quellen auf \$ 19,5 Mrd., während 1982 netto Mittelabzüge von \$ 7 Mrd. zu verzeichnen waren. Dieser Umschwung des Mittelangebots von \$ 26,5 Mrd. sowie der Einbruch in der Kreditnachfrage der Nichtbanken helfen zusammen erklären, warum der eng definierte Euromarkt im vergangenen Jahr keine Liquiditätsverknappung verspürte und warum analog zum Gesetz der kommunizierenden Röhren im zweiten Halbjahr eine umfangreiche Mittelverlagerung vom Euromarkt in die USA stattfand.

Was die *Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts* betrifft, so war das herausragende Merkmal der vergangenen Jahre sicherlich der deutliche Rückgang des außerhalb der USA verbuchten Dollargeschäfts. 1980 hatte sich

Aufgliederung des internationalen Bankgeschäfts nach Währungen 1981–83

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende 1983	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)			Stand Ende 1983
	1981	1982	1983		1981	1982	1983	
Milliarden US-Dollar								
Insgesamt	264,8	175,6	108,4	1753,9	237,7	125,8	116,5	1702,1
in Landeswährung	99,8	129,4	50,0	569,4	48,6	76,9	56,2	415,8
davon:								
USA	74,4	104,1	33,0	388,7	38,4	66,8	50,2	291,6
Deutschland(BR)	4,8	1,3	0,7	43,4	0,2	0,4	- 0,4	36,4
Schweiz	2,6	3,1	2,4	31,2	2,4	- 1,6	- 1,3	9,0
Japan	5,2	5,2	5,1	30,8	1,7	1,7	- 0,2	14,1
Großbritannien	5,0	6,0	3,1	26,4	4,8	7,7	5,9	34,2
Frankreich	4,0	4,2	2,1	21,1	- 0,2	- 0,4	1,9	5,9
Niederlande	2,4	1,7	0,9	12,2	0,6	1,0	- 0,9	8,9
Sonstige berichtende Länder	1,4	3,8	2,7	15,6	0,7	1,3	1,0	15,7
in Fremdwährungen	165,0	46,2	58,4	1184,5	189,1	48,9	60,3	1286,3
davon:								
US-Dollar	118,0	19,6	33,1	902,1	148,2	35,5	30,8	1005,6
Deutsche Mark	15,8	8,1	10,0	121,5	10,2	1,0	9,4	111,7
Schweizer Franken	11,2	3,5	2,7	57,8	15,8	- 3,0	4,7	61,8
Yen	6,6	0,3	1,3	17,0	5,8	1,8	4,0	21,2
Pfund Sterling	3,7	0,2	0,6	12,0	0,3	- 0,9	- 0,5	14,1
Französischer Franken	- 1,0	1,2	3,2	9,7	- 0,2	1,6	2,3	11,2
Holländischer Gulden	1,6	1,5	3,0	10,7	2,1	2,0	2,5	11,5
Sonstige und nicht aufteilbare ^a	9,1	11,8	4,5	53,7	6,9	10,9	7,1	49,2

^a Einschl. der Auslandspositionen von Banken in den USA und ihrer Niederlassungen an den fünf wichtigen Offshore-Finanzplätzen in anderen Währungen als dem US-Dollar.

das Wachstum der Eurodollarforderungen auf \$ 126 Mrd. belaufen; nach Errichtung der IBF verlangsamte es sich im Jahr 1982 auf nicht mehr als \$ 20 Mrd.; im vergangenen Jahr beschleunigte es sich wieder auf \$ 33 Mrd., wobei allerdings diese stärkere Zunahme mehr als zur Gänze den Offshore-Niederlassungen von US-Banken, die ihre Forderungen gegenüber den USA ausweiteten, sowie den Banken in Japan zuzuschreiben war. Die neuen grenzüberschreitenden Dollarausleihungen auf dem Euromarkt enger Abgrenzung verlangsamten sich weiter von \$ 18,7 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 13,3 Mrd., wobei der Zuwachs der Interbankforderungen gegenüber den USA mehr als diesen Gesamtbetrag ausmachte. Das Wachstum bei der herkömmlichen Art von Eurodollarausleihungen ist somit im vergangenen Jahr offensichtlich zum Stillstand gekommen. Die Dollarausleihungen aus den USA, die sich von \$ 39 Mrd. im Jahr 1980 auf \$ 104 Mrd. im Jahr 1982 beschleunigt hatten, fielen kräftig auf \$ 33 Mrd. zurück.

Die Eurokreditvergabe in anderen Währungen behauptete sich besser als jene in Dollar. Ihr Anstieg im Jahr 1983 blieb zwar mit \$ 25,3 Mrd. beträchtlich unter dem von \$ 47 Mrd. im Jahr 1981, doch betrug die Zuwachsrate immerhin noch 10%, verglichen mit 4% im Fall der Eurodollarausleihungen. Es gab jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Währungen. Der Zuwachs der Euroausleihungen in Schweizer Franken, der von 1980 bis 1982 bereits von \$ 16 auf lediglich

3,5 Mrd. geschrumpft war, ging im letzten Jahr weiter zurück. Im Gegensatz dazu zogen die Euroausleihungen in D-Mark gegenüber 1982 leicht an und lagen mit \$ 10 Mrd. nicht so weit unter ihrem vorherigen Höchststand wie die Ausleihungen in Dollar und einigen anderen Währungen. Ungewöhnlich kräftige Zuwachsraten von fast 50 bzw. 40% wiesen im vergangenen Jahr die Euromarktforderungen in französischen Franken und holländischen Gulden auf, obwohl die Zunahme in absoluten Beträgen mit \$ 3,2 bzw. 3,0 Mrd. nicht so eindrucksvoll war. Eine leichte Belebung verzeichneten auch die Euroforderungen in Yen und Pfund Sterling, deren Wachstum 1982 – nach einer kräftigen Ausweitung in den vorangegangenen Jahren – fast zum Stillstand gekommen war. Ferner gab es erhebliche Ausleihungen in Yen und Pfund Sterling von Japan bzw. Großbritannien aus, während die internationale Kreditvergabe in D-Mark von Deutschland aus infolge der Bestrebungen der deutschen Banken, den Anteil des Auslandsgeschäfts in ihren Bilanzen zurückzuführen, nur geringfügig zunahm.

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel

Die anhaltende Abschwächung des Wachstums der ausstehenden internationalen Kredite der berichtenden Banken von \$ 95 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 85 Mrd. im vergangenen Jahr war im wesentlichen auf einen weiteren Rückgang der Ausleihungen an Kreditnehmer in Ländern außerhalb des Berichtsgebiets zurückzuführen. Im Gegensatz dazu beschleunigte sich die Aufnahme internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets von \$ 45,5 auf 47 Mrd. Die statistisch erfaßten neuen Direktkredite an Nichtbanken des Berichtsgebiets, die bereits von über \$ 50 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 31 Mrd. im folgenden Jahr abgesunken waren, bildeten sich 1983 weiter auf \$ 17 Mrd. zurück. Dieser neuerliche Rückgang wurde jedoch von einem kräftigen Anstieg der bankeigenen Verwendung internationaler Finanzmittel für inländische Zwecke mehr als ausgeglichen. Diese Entwicklung war ganz den Banken in den USA zuzuschreiben, die (wie bereits oben auf S. 127 ausgeführt) im zweiten Halbjahr 1983 – mit fast \$ 30 Mrd. – hohe Nettobeträge an internationalen Bankmitteln aufnahmen. Die größten Nichtbankkreditnehmer innerhalb des Berichtsgebiets waren jene in Großbritannien (\$ 3,4 Mrd.), Belgien-Luxemburg (\$ 2,9 Mrd.), Frankreich (\$ 2,8 Mrd.) und Italien (\$ 2,4 Mrd.). US-Unternehmen nahmen von den Banken im Ausland nur \$ 1,3 Mrd. auf, da sie den Großteil ihrer internationalen Kreditaufnahme auf den Euroanleihemärkten tätigten. Das gleiche galt für japanische Firmen, die kaum neue Kredite von Banken im Ausland erhielten; allerdings haben sie offenbar umfangreiche Fremdwährungsbeträge bei Banken in Japan aufgenommen, worüber jedoch keine Zahlen vorliegen.

Auf der Herkunftsseite des Marktes belief sich im vergangenen Jahr das Mittelaufkommen aus dem Berichtsgebiet auf insgesamt \$ 74 Mrd. und lag damit unter den \$ 95 Mrd. des Jahres 1982. Die Direkteinlagen von Nichtbanken des Berichtsgebiets betragen – unter Einschluß der Mittel, die über Treuhandkonten bei Banken in der Schweiz an den Markt gelangten – etwa \$ 38 Mrd. Zusätzliche \$ 5 Mrd. wurden von Währungsbehörden aus dem Berichtsgebiet zur Verfügung gestellt, während die restlichen \$ 31 Mrd. inländische Mittel darstellten, die die Banken für die Auslandskreditvergabe verwandten. Die Banken in den USA fungierten im ersten

Quartal 1983 netto gerechnet noch als bedeutende Kapitalexporteure, und auch die Banken in Japan stellten dem internationalen Markt im vergangenen Jahr in beträchtlichem Umfang neue Mittel zur Verfügung. Die Einlagen der Nichtbanken in den USA allein beliefen sich auf \$ 16,6 Mrd. und damit auf fast die Hälfte der gesamten Zunahme der Nichtbankeinlagen im vergangenen Jahr.

Die statistisch erfaßten Neuausleihungen der berichtenden Banken an Kreditnehmer in Ländern außerhalb des Berichtsgebiets verlangsamten sich von \$ 39,5 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 28,5 Mrd., während sie 1981 noch \$ 66 Mrd. betragen hatten. Gleichzeitig stockten die außerhalb des Berichtsgebiets gelegenen Länder ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,5 Mrd. auf, nachdem sie diese 1982 um \$ 11,5 Mrd. abgebaut hatten. Folglich nahmen die statistisch erfaßten Nettokapitalströme, die aus dem Berichtsgebiet über die berichtenden Banken in die Länder des Außengebiets flossen, noch stärker ab als die Bruttoströme, nämlich von \$ 51 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 27 Mrd. im vergangenen Jahr.

Fast 75% der \$ 37,5 Mrd. betragenden Abschwächung der Neuausleihungen an die Außengebietsländer von 1981 bis 1983 entfielen auf die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer. Waren 1981 die statistisch erfaßten Forderungen an diese Länder noch um fast \$ 40 Mrd. angestiegen und hatte sich die Zunahme 1982 halbiert, so gingen sie 1983 – trotz umfangreicher offiziell unterstützter Finanzierungspakete zur Erhaltung des Kreditflusses in diese Länder – weiter auf \$ 12,4 Mrd. zurück. Auf der Basis Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten war das Nachlassen der Kreditströme in die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer noch ausgeprägter, da diese Länder 1983 ihre Einlagen bei den berichtenden Banken erheblich aufstockten; dieser Nettokapitalfluß verlangsamte sich von \$ 30,5 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 15 Mrd. im Jahr 1982 und knappe \$ 2 Mrd. im vergangenen Jahr. Bezieht man darüber hinaus die netto gezahlten Zinsen mit ein, so fand im vergangenen Jahr ein umfangreicher Mittelrückfluß von den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern über die Banken in das Berichtsgebiet statt.

Der Wachstumsrückgang bei den Ausleihungen an das Außengebiet war vor allem von Entwicklungen gegenüber den lateinamerikanischen Ländern bestimmt, die die größte Schuldnergruppe auf dem internationalen Kreditmarkt bilden. Die lateinamerikanischen Länder hielten ihre hohe Inanspruchnahme internationaler Bankkredite bis zum Ausbruch der Schuldenkrise Mexikos in Spätsommer 1982 – als die Tore plötzlich geschlossen wurden – aufrecht. Im Schlußquartal 1982 mußten die lateinamerikanischen Länder ihre Schulden gegenüber den Banken sogar abbauen. 1983 wurde die Gewährung neuer Bankkredite an diese Länder jedoch in sehr geringem Ausmaß wieder aufgenommen; die im gesamten Jahr neu vergebenen Kredite lagen mit \$ 8,6 Mrd. nicht nur um 30% unter dem Wert von 1981, sondern bestanden darüber hinaus ganz aus Ziehungen im Rahmen der in Verbindung mit den IWF-Beistandsprogrammen ausgehandelten Kreditpakete.

Die lateinamerikanischen Länder halfen sich bei der Bewältigung ihrer wachsenden Kreditaufnahmeprobleme im Jahr 1982 einmal durch Abzüge von bei den berichtenden Banken gehaltenen Einlagen, die einen wesentlichen Teil ihrer internationalen Reserven bildeten. Ab dem zweiten Quartal 1983 konnten hingegen einige

Regionale Aufgliederung der internationalen Kreditströme 1980–83¹

	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)						Stand Ende 1983
	1980	1981	1982		1983		
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Milliarden US-Dollar							
Forderungen der Banken gegenüber:							
Berichtsgebiet	136,4	142,4	30,6	64,9	4,7	50,5	923,3
Offshore-Finanzplätze ²	32,6	50,0	14,5	17,5	8,1	8,6	283,8
Übrige entwickelte Länder	15,4	16,8	9,2	6,7	1,3	6,2	116,4
Osteuropa	6,8	4,8	- 3,1	- 1,5	- 1,3	0,1	48,9
OPEC-Länder ³	7,0	4,2	4,9	3,3	1,2	8,5	86,8
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	39,0	39,9	15,4	4,4	6,8	5,6	256,2
<i>darunter: Lateinamerika⁴</i>	27,3	30,5	11,8	0,4	4,3	4,3	176,3
Nicht aufteilbar ⁵	3,9	6,7	2,7	6,1	2,7	5,4	38,5
Zusammen	241,1	264,8	74,2	101,4	23,5	84,9	1753,9
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i>	<i>166,2</i>	<i>191,7</i>	<i>44,9</i>	<i>81,1</i>	<i>13,1</i>	<i>57,1</i>	<i>1184,9</i>
<i>Innengebiet (ohne</i>							
<i>Doppelzahlungen)⁶</i>	<i>85,1</i>	<i>91,9</i>	<i>20,7</i>	<i>24,7</i>	<i>14,6</i>	<i>32,2</i>	<i>516,0</i>
<i>Außengebiet</i>	<i>68,2</i>	<i>65,7</i>	<i>26,6</i>	<i>12,8</i>	<i>8,0</i>	<i>20,4</i>	<i>508,3</i>
<i>Nicht aufteilbar⁷</i>	<i>6,7</i>	<i>7,4</i>	<i>2,7</i>	<i>7,5</i>	<i>2,4</i>	<i>7,4</i>	<i>60,7</i>
Gesamte internationale Bankaus-							
leihungen (netto)	160,0	165,0	50,0	45,0	25,0	60,0	1085,0
Verbindlichkeiten der Banken							
gegenüber:							
Berichtsgebiet	157,3	154,9	47,5	49,7	18,2	56,2	1072,5
Offshore-Finanzplätze ⁴	28,4	55,1	13,1	18,6	13,6	19,6	282,5
Übrige entwickelte Länder	5,7	3,8	- 0,3	0,2	- 1,3	2,8	48,9
Osteuropa	0,9	0,1	- 2,4	4,4	0,6	2,3	18,5
OPEC-Länder ³	41,9	3,2	- 6,6	-11,6	-15,3	1,7	120,2
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	3,9	9,4	3,6	1,3	3,2	7,3	110,9
<i>darunter: Lateinamerika⁴</i>	<i>- 1,0</i>	<i>4,8</i>	<i>- 0,4</i>	<i>- 1,4</i>	<i>2,0</i>	<i>4,1</i>	<i>43,1</i>
Nicht aufteilbar ⁵	4,1	11,2	5,4	2,9	- 2,2	9,9	48,6
Zusammen	242,2	237,7	60,3	65,5	16,8	99,7	1702,1
<i>davon: Innengebiet (brutto)</i>	<i>183,7</i>	<i>205,0</i>	<i>60,0</i>	<i>65,5</i>	<i>31,6</i>	<i>74,3</i>	<i>1321,9</i>
<i>Innengebiet (ohne</i>							
<i>Doppelzahlungen)⁶</i>	<i>101,5</i>	<i>132,3</i>	<i>49,7</i>	<i>45,0</i>	<i>39,8</i>	<i>34,6</i>	<i>704,8</i>
<i>Außengebiet</i>	<i>52,4</i>	<i>16,5</i>	<i>- 5,8</i>	<i>- 5,8</i>	<i>-12,7</i>	<i>14,2</i>	<i>298,6</i>
<i>Nicht aufteilbar⁷</i>	<i>6,1</i>	<i>16,2</i>	<i>6,1</i>	<i>5,8</i>	<i>- 2,1</i>	<i>11,2</i>	<i>81,6</i>
Gesamte internationale Bankaus-							
leihungen (netto)	160,0	165,0	50,0	45,0	25,0	60,0	1085,0

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 Jahr 1981 und das erste und zweite Halbjahr 1982 und 1983 sowie die Bestandsgrößen für Ende 1983 enthalten die Auslandspositionen der internationalen Bankenfreizone in den USA.

¹ Regionale Aufgliederung der Veränderungen der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den Zehnergruppenländern, 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 Einschl. der Länder des karibischen Raums, die nicht Offshore-Finanzplätze sind. ⁵ Einschl. internationaler Institutionen (ohne BIZ). ⁶ Ohne die Weitergabe von Beträgen zwischen den berichtenden Banken, aber einschl. der Positionen gegenüber den Bahamas, Hongkong, den Kaimaninseln, Panama und Singapur. ⁷ Einschl. der Positionen gegenüber den übrigen Offshore-Finanzplätzen.

lateinamerikanische Länder infolge einer durch einschneidende Sanierungsmaßnahmen und die ausgehandelten Kreditpakete bewirkten Verbesserung der Zahlungsbilanz ihre Reserven und ihre Einlagen bei den berichtenden Banken wieder aufstocken. In der Tat überstiegen während der letzten neun Monate des Jahres 1983 die neuen Einlagen der lateinamerikanischen Länder insgesamt ihre neuen Ausleihungen.

Der größte Kreditnehmer in Lateinamerika war im letzten Jahr Mexiko, das neue Mittel von \$ 3,9 Mrd. erhielt, aber gleichzeitig seine Einlagen um \$ 4,1 Mrd. erhöhte. (Da Wertbereinigungen nur für einige der regionalen Aggregate gemacht werden können, enthalten alle im restlichen Teil dieses Abschnitts genannten Stromgrößen der einzelnen Länder, sofern nicht anders angegeben, Wechselkurseinflüsse; wegen der Höherbewertung des Dollars tendierten diese 1983 dazu, die Zunahme der Forderungen und Verbindlichkeiten der einzelnen Länder zu gering und die Abnahme zu hoch auszuweisen.) Brasilien nahm \$ 1,3 Mrd. auf und fügte seinen Einlagen \$ 1,0 Mrd. hinzu. Die größten Nettokreditnehmer waren 1983 Kolumbien und Argentinien, die neue Mittel von \$ 1,5 bzw. 1 Mrd. erhielten.

Bei den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern in Asien (ohne Nahost) war die Situation gänzlich anders. Sie hatten schon lange vor der 1982 eingetretenen Verschlechterung des Marktklimas ihre Inanspruchnahme von internationalen Bankkrediten von \$ 8,2 Mrd. im Jahr 1979 auf \$ 4,7 Mrd. im Jahr 1981 (inklusive Wechselkurseffekte) zurückgeschraubt. Obwohl sie weiterhin, mit einer Ausnahme, einen relativ freien Zugang zu neuen Bankkrediten hatten, veranlaßte sie offensichtlich das Aufziehen von Wolken am weltwirtschaftlichen Horizont, einen vorsichtigeren wirtschaftspolitischen Kurs einzuschlagen, so daß ihre Neuverschuldung weiter auf \$ 3,9 Mrd. im Jahr 1982 und auf \$ 3 Mrd. im Jahr 1983 zurückging. Gleichzeitig verstärkten sie die Aufstockung ihrer Einlagen von \$ 1,9 Mrd. im Jahr 1981 auf \$ 5 bzw. 4,6 Mrd. in den Jahren 1982 und 1983, mit dem Ergebnis, daß sie in diesen beiden Jahren den berichtenden Banken sogar netto Mittel zur Verfügung stellten.

Die wichtigsten Länder dieser Gruppe, die 1983 neue Mittel bei den berichtenden Banken anlegten, waren Taiwan (\$ 2 Mrd.), China (\$ 1,3 Mrd.), Indien (\$ 1,2 Mrd.) und Pakistan (\$ 0,7 Mrd.), von denen keines ein großes Schuldnerland war. Taiwan konnte sogar im vergangenen Jahr seine Bruttoverschuldung gegenüber den Banken um \$ 0,5 Mrd. abbauen. Die größten Mittelnehmer waren Malaysia und Thailand, die \$ 1,5 bzw. 0,9 Mrd. erhielten und gleichzeitig ihre Einlagen geringfügig verringerten. Südkorea, das in früheren Jahren eines der größten Kreditnehmerländer gewesen war, nahm 1983 bei den berichtenden Banken nur \$ 0,4 Mrd. an neuen Mitteln auf, baute aber gleichzeitig seine Einlagen um \$ 0,5 Mrd. ab. Die Philippinen, die im zweiten Halbjahr 1983 in eine Schuldenkrise gerieten, stellten einen Sonderfall dar, der zum Glück die Bonität der übrigen Länder dieser Region nicht wesentlich in Mitleidenschaft zog. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Philippinen stiegen im ersten Halbjahr um \$ 0,6 Mrd., sanken dann aber im zweiten Halbjahr um \$ 0,8 Mrd.

Die Lage der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer Afrikas und des Nahen Ostens war in mancher Hinsicht ähnlich der Lateinamerikas, sieht man einmal vom wesentlich geringeren Umfang (zumindest in absoluten Größen) ihrer gegenüber Banken ausstehenden Verbindlichkeiten ab. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber diesen beiden Ländergruppen, die 1982 um \$ 1,0 bzw. 1,4 Mrd. zugenommen hatten, gingen im vergangenen Jahr (inklusive Wechselkurseffekte) um \$ 0,6 bzw. 0,3 Mrd. zurück. Gleichzeitig bauten die Nahostländer ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,1 Mrd. ab.

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den osteuropäischen Ländern, die im Anschluß an den Ausbruch der polnischen Schuldenkrise im Jahr 1982 um \$ 4,6 Mrd. verringert wurden, nahmen 1983 weiter ab, jedoch mit wesentlich geringerem Tempo (– \$ 1,2 Mrd.) und mit Anzeichen eines Umschwungs gegen Ende des Jahres. Gleichzeitig nahmen die Einlagen der osteuropäischen Länder bei den berichtenden Banken 1982 um \$ 2 Mrd. und 1983 um \$ 2,9 Mrd. zu, nachdem sie 1981 fast unverändert geblieben waren. Der Umschwung von der Position eines Nettokreditnehmers in früheren Jahren zu der eines Nettoanbieters von \$ 6,6 bzw. 4,1 Mrd. in den Jahren 1982 und 1983 war vor allem das Ergebnis einer Verbesserung in der Grundtendenz der Zahlungsbilanz dieser Länder gegenüber den westlichen Ländern. Eine weitere Ursache für die verzeichnete Abnahme der Forderungen gegenüber den osteuropäischen Ländern können Schuldenabschreibungen und die Übertragung garantierter außenhandelsbezogener Forderungen von Banken auf die diese Forderungen garantierenden Institutionen gewesen sein. Dies könnte in der Tat den Großteil der Abnahme der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Polen, die für 1983 auf \$ 2,5 Mrd. (ohne Wechselkurseffekte) geschätzt wird, erklären. Andererseits dürfte die Sowjetunion im vergangenen Jahr von den berichtenden Banken neue Kredite in Höhe von schätzungsweise \$ 1,5 Mrd. (auf Wechselkursbereinigter Basis) erhalten haben. Die Hauptanleger neuer Mittel (ebenso auf Wechselkursbereinigter Basis geschätzt) waren 1983 die DDR (\$ 1,4 Mrd.) und Ungarn (\$ 0,6 Mrd.). Der Anstieg des Dollarkurses in den vergangenen paar Jahren ließ die Lage der osteuropäischen Länder insofern günstiger erscheinen, als ein Großteil ihrer Verbindlichkeiten auf Nichtdollarwährungen lautet. Daher belief sich in den vergangenen zwei Jahren der Rückgang des Dollarwertes ihrer Bankverbindlichkeiten zu laufenden Wechselkursen gerechnet auf fast \$ 12 statt 5,8 Mrd.

Die entwickelten Länder außerhalb des BIZ-Berichtsgebiets erhielten von den berichtenden Banken im vergangenen Jahr neue Kredite in Höhe von \$ 7,5 Mrd., was weniger als die Hälfte der 1982 und 1981 aufgenommenen Beträge war. Einige Länder dieser Gruppe sahen sich im ersten Halbjahr härteren Marktbedingungen gegenüber, doch dürfte sich die Marktstimmung im späteren Jahresverlauf außer für Jugoslawien, dessen mißliche Lage jener der lateinamerikanischen Schuldnerländer gleich, verbessert haben. Somit kann die geringere Kreditaufnahme wahrscheinlich im wesentlichen auf die vorsichtigeren Wirtschaftspolitik dieser Länder und die Attraktivität alternativer Finanzierungsquellen zurückgeführt werden. Wie bereits 1982 waren Australien und Südafrika, die neue Kredite von \$ 2,5 bzw. 2,0 Mrd. erhielten, die weitaus größten Kreditnehmer dieser Gruppe. Spanien hingegen, das 1982 \$ 1,3 Mrd. aufgenommen hatte, zahlte \$ 1,1 Mrd. zurück. Eine noch größere Verringerung seiner Verschuldung gegenüber Banken (– \$ 1,3 Mrd.) wies Norwegen auf. Aber sowohl Norwegen als auch Spanien verringerten gleichzeitig ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,7 bzw. 0,8 Mrd.

Die Mitgliedsländer der OPEC waren die einzige Ländergruppe außerhalb des Berichtsgebiets, die im vergangenen Jahr eine größere Ausweitung ihrer Verschuldung gegenüber den Banken (\$ 9,7 Mrd.) als 1982 (\$ 8,2 Mrd.) aufwies. Gleichzeitig bauten die OPEC-Länder im ersten Halbjahr ihre Einlagen bei den berichtenden Banken weiter ab. Im dritten Quartal stockten sie hingegen ihre Einlagen geringfügig auf, während im vierten Quartal – wegen der deutlichen Zunahme der

Verschuldung – kaum noch Mittelabzüge zu verzeichnen waren. Über das gesamte Jahr gesehen belief sich die Abnahme der OPEC-Einlagen auf \$ 13,6 Mrd., was etwa um \$ 4,5 Mrd. weniger als 1982 war. Im Gegensatz zu 1982 wurden die Abzüge zum Großteil offensichtlich hauptsächlich von den Ländern des Nahen Ostens mit „geringer Absorptionsfähigkeit“ vorgenommen (– \$ 11,5 Mrd., inklusive Wechselkurseffekte, aber ohne die Veränderungen der Einlagen bei Banken in den USA und der Schweiz), während die Länder mit „hoher Absorptionsfähigkeit“ ihre Einlagen nur um \$ 3,5 Mrd. verringerten. Der Abbau der Einlagen Venezuelas kam 1983 zum Stillstand, und Indonesien stockte sogar seine Einlagen bei den berichtenden Banken etwas auf. Auf der Verwendungsseite des Marktes nahmen die „absorptionsschwachen“ Länder des Nahen Ostens die meisten Mittel auf, aber auch die „absorptionsstarken“ Länder dieser Region sowie Indonesien und Nigeria nahmen umfangreiche Mittel auf.

Internationale Anleihemärkte

Das Jahr 1983 war ein neuerliches Rekordjahr auf den internationalen Anleihemärkten, wobei der Gesamtumfang der Neuemissionen von \$ 71,7 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 73,5 Mrd. anstieg. Zugegebenermaßen schwächte sich das Geschäft im Dollarbereich – vor allem am Euroanleihemarkt, wo die Dollaremissionen von einem absoluten Rekordniveau von \$ 38,5 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 35,5 Mrd. zurückgingen – leicht ab, was aber durch Zuwächse in anderen Marktsegmenten mehr als ausgeglichen wurde, wobei im Schweizerfranken-, Pfund-Sterling- und ECU-Bereich das Wachstum besonders stark war.

Das Unvermögen des Eurodollarbereichs, an die Ergebnisse von 1982 heranzukommen, war sowohl auf die geringere Kreditaufnahme von US-Unternehmen als auch auf Zinssatz- und Wechselkursunsicherheiten zurückzuführen. Durch Flexibilität und Kreativität vermochte der Markt seine Fähigkeit zur Anpassung an unvorhersehbare Umstände erneut unter Beweis zu stellen. Hingegen spiegelten sich Ungewißheiten bezüglich der US-Zinssätze und die Schwankungen des Dollarkurses 1983 im unregelmäßigen Verlauf der Emissionstätigkeit und veränderten Einsatz von Emissionstechniken wider. Im ersten Halbjahr begünstigten der nach unten gerichtete Trend der US-Zinssätze und die Wiederherstellung einer typischen Renditenkurve weiterhin den Festzinsbereich des Marktes. Die Rendite von Eurodollaranleihen hatte bis Mai auf 12% nachgegeben, das niedrigste Niveau seit drei Jahren, und die steigende Renditenkurve, die sich im zweiten Halbjahr 1982 herausgebildet hatte, weitete sich auf mehr als 2 Prozentpunkte aus. In den ersten fünf Monaten des Jahres wartete man zeitweise ab, aber insgesamt wurde die Emissionstätigkeit auf einem hohen Niveau gehalten, unterstützt durch verschiedene Techniken, wie z.B. Emissionen mit Zinssatzswaps von Banken und die „Teileinzahlungsformel“, die eine Zeitlang erfolgreich war. Anschließend verschlechterte sich das Marktklima, und die größere Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Verlaufs der Zinssätze führte zu einer mehr als saisonüblichen Verlangsamung der Neuemissionen. In den letzten Monaten des Jahres hingegen erholte sich die Emissionstätigkeit im Bereich der Eurodollaranleihen sehr kräftig. Das war vor allem das Ergebnis einer stärkeren Kapitalaufnahme der US-Unternehmen nach einer Erhöhung des Zinsagios bei

Internationale Anleihen¹

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen			Auslandsanleihen		
		Ins-gesamt	darunter		Ins-gesamt	darunter	
			US-Dollar	Deutsche Mark		in den USA	in der Schweiz
Millionen US-Dollar							
Westeuropa	1981	7650	5230	880	5390	640	3070
	1982	16550	12690	1930	5250	780	2350
	1983	22770	16630	2410	6700	1360	2490
	1984/I	8920	6800	720	1600	200	730
Kanada	1981	5500	4550	130	5450	4310	870
	1982	6920	5600	100	4440	2700	1330
	1983	3840	2660	360	2910	1630	1220
	1984/I	1290	1070	—	540	200	110
USA	1981	6050	5890	30	700	.	700
	1982	13020	12340	530	1790	.	1470
	1983	6070	5680	220	1240	.	1180
	1984/I	3770	3160	210	340	.	280
Sonstige entwickelte Länder ²	1981	3460	2730	230	2820	100	2360
	1982	3860	3050	480	5740	400	4440
	1983	6060	4760	830	8300	530	7140
	1984/I	3170	2620	230	2630	100	2390
Übrige Länder	1981	2330	2080	90	1120	440	90
	1982	2820	2510	210	520	—	200
	1983	1680	1510	160	630	—	100
	1984/I	530	540	—	90	—	50
Internationale Institutionen	1981	2490	1700	40	6030	2070	1200
	1982	3280	2490	—	7460	2150	1530
	1983	6070	4500	60	7270	1220	1370
	1984/I	1300	600	—	1380	—	430
Insgesamt begebene Anleihen	1981	27480	22180	1400	21510	7560	8290
	1982	46450	38680	3250	25200	6030	11320
	1983	46490	35740	4040	27050	4740	13500
	1984/I	18980	14790	1160	6580	500	3990

¹Nach Angaben der OECD.

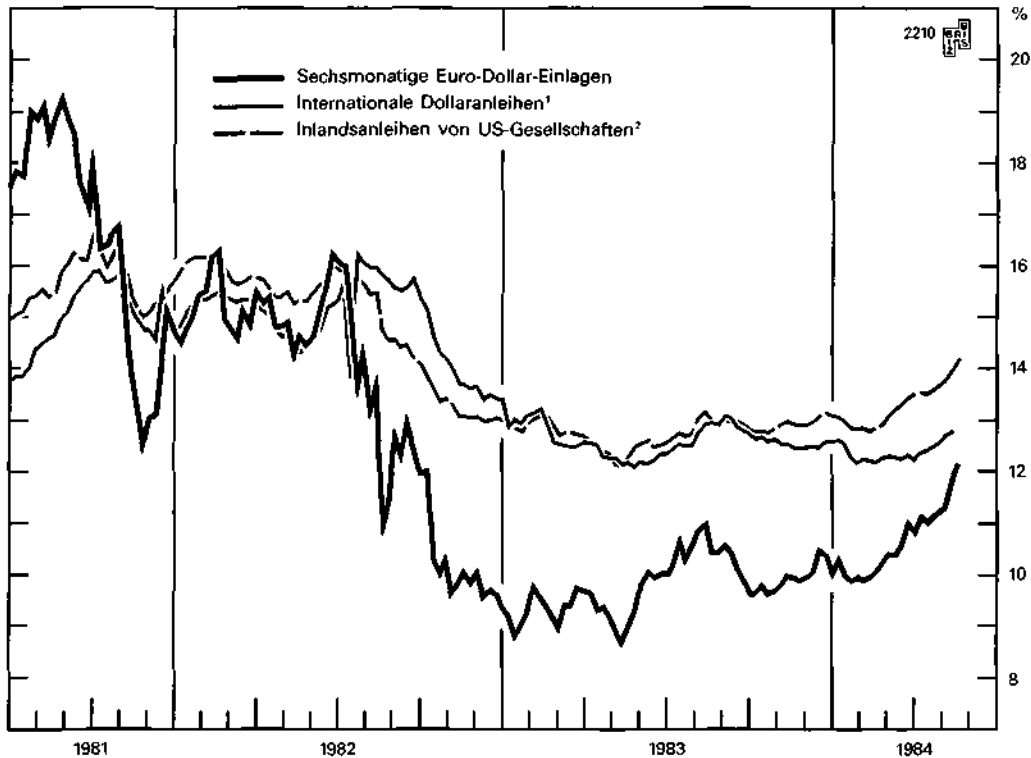
²Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika.

inländischen Begebungen gegenüber Euroanleiheemissionen und der Stärke des Bereichs variabel verzinslicher Obligationen, die nicht nur zum Mittelpunkt der Emissionstätigkeit bei Eurodollaranleihen wurden, sondern sogar in Wettbewerb mit dem Markt für Konsortialkredite traten.

Dem Erfolg variabel verzinslicher Obligationen im späteren Verlauf des vergangenen Jahres wurde große Publizität eingeräumt. In den letzten Jahren hatten sich die Banken angesichts zunehmender Unsicherheiten bezüglich der Zinsentwicklung stärker auf die Verwendung variabel verzinslicher Obligationen gestützt, um sicherzustellen, daß die Kosten langfristiger Dollarmittel mit den kurzfristigen Zinssätzen verknüpft waren. Angesichts rückläufiger US-Zinssätze im zweiten Halbjahr 1982 und Anfang 1983 und der damit zusammenhängenden Belebung des festverzinslichen Marktbereichs bedienten sich dann jedoch die Banken lieber billigerer, festverzinslich wirkender Swaptchniken, wodurch die variabel verzinslichen Instrumente etwas zurückgedrängt wurden. Nachdem im Sommer 1983 die Anleger vom

**Eurogeldmarktsätze und Renditen von US-Dollar-Anleihen
auf internationalen und inländischen Märkten**

Mittwochswerte in Prozent



¹ Industrieunternehmen; die Rendite ist nach der durchschnittlichen ursprünglichen Laufzeit berechnet. ² Alle Industriebereiche; die Rendite ist nach der Restlaufzeit berechnet.

Verlauf der Dollarzinssätze enttäuscht wurden, rückte die Technik der variablen Zinssätze wieder in den Mittelpunkt. In den letzten Monaten des Jahres eskalierte der Wettbewerb zwischen Mittelanbietern sowohl bei den Laufzeiten als auch bei den Zinsaufschlägen so weit, daß Emissionen zu variablen Zinssätzen für erste Adressen bessere Bedingungen boten als vergleichbare syndizierte Bankkredite. Die Kreditnehmer zogen unverzüglich Vorteile aus dieser Situation, nicht nur, um ihre laufenden Finanzierungserfordernisse abzudecken, sondern auch, um teurere Bankkredite vor Fälligkeit zurückzuzahlen.

Für die Banken bietet der Bereich variabel verzinslicher Obligationen grundsätzlich folgende Vorzüge: Erstens erleichterte er auf der Passivseite ihrer Bilanz die Aufnahme von langfristigen Dollarmitteln. Überdies bieten Anleihen im Gegensatz zur Mittelaufnahme am Interbankmarkt und durch Einlagenzertifikate den Vorteil, daß sie in einigen Ländern im Rahmen der Bankenüberwachung in gewissem Maße als Teil des Eigenkapitals behandelt werden. Die gesamten Anleiheemissionen der Banken, von denen die variabel verzinslichen den wichtigsten Teil darstellen, erhöhten sich im vergangenen Jahr auf \$ 14 Mrd., nachdem sie bereits von 1981 auf 1982 einen sprunghaften Anstieg von \$ 8 auf 13 Mrd. verzeichnet hatten; diese Angaben enthalten nicht die inländischen Kapitalmarktemissionen der US-Banken und

Aufgliederung internationaler Anleihen nach Wertpapierarten¹

	1981	1982	1983				1984 1. Quartal	
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal		4. Quartal
Milliarden US-Dollar								
Anleihen insgesamt	49,0	71,7	73,5	20,8	19,6	13,1	20,0	25,6
<i>davon:</i>								
Festverzinsliche Anleihen ²	37,2	57,7	51,8	16,3	14,2	9,2	12,1	12,6
Variabel verzinsliche Anleihen	7,4	11,4	16,0	3,1	3,9	2,8	6,2	8,6
Wandelanleihen	4,4	2,6	5,7	1,4	1,5	1,1	1,7	4,4

¹ Teilweise geschätzt. ² Einschl. abgezinster Anleihen und Privatplazierungen.

der US-Niederlassungen ausländischer Banken, die einen vergleichbaren Zuwachs aufwiesen. Was zweitens die Aktivseite der Bankbilanzen betrifft, so ermöglichte die lebhaftige Tätigkeit im variabel verzinslichen Bereich mehr liquide Investitionen der Banken; da der Markt auf erste Adressen beschränkt ist, werden diese Anleihen an den Stichtagen der Zinsfestlegung zu pari gehandelt und bieten deshalb fast vollen Schutz gegen Kapitalverluste. Derartige Anlagen seitens der Banken nahmen im abgelaufenen Jahr beträchtlich zu. Die Banken dürften 1983 internationale Anleihen – vor allem variabel verzinsliche – im Wert von schätzungsweise \$ 10 Mrd. oder zweimal soviel wie 1982 aufgenommen haben. Diese Geschäfte werden im wesentlichen von der internationalen Bankenstatistik der BIZ nicht erfaßt und verwischen in zunehmendem Maße die Abgrenzung zwischen Kredit- und Kapitalmärkten.

Entsprechend dem Eurodollarsektor schrumpfte auch das Volumen neuer Auslandsanleihen in den USA infolge der geringeren Kapitalaufnahmen der beiden größten Kapitalnehmer, Kanada und der Weltbank, im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr von \$ 6 Mrd. 1982 auf \$ 4,7 Mrd. 1983. Günstigere Möglichkeiten der Mittelaufnahme in Landeswährung ließen den US-Markt für kanadische Kreditnehmer weniger attraktiv erscheinen, während die Weltbank ihre Diversifizierungspolitik verstärkte.

Die Nichtdollarbereiche des Anleihemarkts litten offensichtlich nicht sehr unter der Attraktivität hoher Dollarzinsätze. Da der Großteil der Neuemissionen auf den nationalen Märkten begeben wird, die im wesentlichen aus inländischen Mitteln gespeist werden, ist der Zinsaufwand eher der ausschlaggebende Faktor für die Kreditnehmer. Überdies haben neue Emissionstechniken, die vorher hauptsächlich auf die Dollarmärkte beschränkt waren, auch in andere Bereiche Eingang gefunden. Schließlich wurden diese Märkte von der Diversifizierungspolitik der internationalen Institutionen in Richtung auf Nichtdollarfinanzierung gestützt.

Diese Einflüsse zeigten sich deutlich in der lebhaften Tätigkeit auf dem schweizerischen Markt für Auslandsemissionen, dessen Neubegebungen nach einem sprunghaften Anstieg von 37% im Jahr 1982 im vergangenen Jahr um weitere 19% auf \$ 13,5 Mrd. zunahm. Angesichts der festen Tokioter Aktienbörse vermochten japanische Emittenten, die weitaus größte Schuldnergruppe auf diesem Markt, we-

sentlich mehr konvertierbare Schuldverschreibungen in Schweizer Franken abzusetzen. Die Attraktivität des Schweizer Marktes lag für japanische Kreditnehmer in dem vermeintlich geringen Wechselkursrisiko und den niedrigen Zinskosten. Der Markt für Auslandsanleihen in Japan war für Kapitalnehmer wegen der niedrigen Verzinsung attraktiv, während die Stärke des Yen die Auslandsinvestoren anzog. Insgesamt wurden im vergangenen Jahr auf dem japanischen Markt Auslandsanleihen in Höhe von \$ 3,8 Mrd. und damit etwas mehr als im Jahr 1982 (\$ 3,3 Mrd.), aber noch immer um \$ ½ Mrd. weniger als im Rekordjahr 1978 begeben. Eine noch größere Rolle spielten Wechselkursüberlegungen in jenen Währungsbereichen des Marktes, in denen Euroanleiheemissionen wichtig sind. So stieg das Emissionsvolumen auf den DM-Auslands- und DM-Euroanleihemärkten, die durch die etwas verbesserten Aussichten für die D-Mark und die leichte Lockerung der monetären Bedingungen in Deutschland begünstigt wurden, um 24% auf einen gemeinsamen Gesamtbetrag von \$ 6,7 Mrd., wovon ein Drittel auf internationale Institutionen entfiel.

Die Bereiche mit der relativ größten Dynamik waren im vergangenen Jahr der ECU- und der Pfund-Sterling-Sektor, die um fast 170 bzw. 60% wuchsen und offensichtlich die größten Nutznießer der zunehmenden Diversifikation waren. Während im Pfund-Sterling-Bereich die Vielfalt der Emissionstechniken zu dessen gutem Abschneiden beitrug, beruhte die Attraktivität der ECU-Emissionen auf der Währungskorbeigenschaft der ECU.

Teilt man die Kapitalnehmer der internationalen Anleihemärkte nach Nationalitäten auf, so zeigt sich, daß im vergangenen Jahr der Anteil der OECD-Länder – trotz des über 50prozentigen Rückgangs der Emissionen von US-Unternehmen – nur geringfügig von 80 auf 78% sank. Wenn man die europäischen internationalen Institutionen mit einbezieht, so erhöhte sich dieser Anteil sogar von 85 auf 87%. Beträchtliche Budget- und Zahlungsbilanzdefizite veranlaßten einige Länder, sich die Aufnahmebereitschaft des Marktes für erste Adressen zunutze zu machen. Zudem profitierten einige Länder wie Schweden, Dänemark und Australien vom Erfolg der variabel verzinslichen Obligationen im späteren Verlauf des Jahres 1983 und verlagerten ihre Mittelaufnahme vom syndizierten Kreditmarkt auf den internationalen Anleihemarkt.

Im Fall der japanischen Kreditnehmer, die sich seit jeher vom syndizierten Kreditmarkt fernhielten, stand die starke Zunahme der Emissionen von Auslandsanleihen von \$ 6,2 auf 11,1 Mrd. vor allem in Zusammenhang mit der günstigen Marktstimmung für konvertierbare Begebungen in der Schweiz und für Anleihen mit Währungsswaps. Mit Neuemissionen von \$ 7,2 Mrd. teilte sich Frankreich mit den US-Unternehmen den Platz als zweitgrößter Kreditnehmer. Gleichwohl war dieses Volumen noch immer etwas geringer als das 1982 verzeichnete und muß vor dem Hintergrund der stark verringerten Inanspruchnahme des syndizierten Kreditmarktes durch dieses Land gesehen werden. Zusammen mit supranationalen und staatlichen Kreditnehmern bildeten die französischen Banken die Gruppe der bedeutendsten Emittenten variabel verzinslicher Obligationen. Die Mittelaufnahme kanadischer Schuldner ging aufgrund des geringeren Kreditbedarfs und günstigeren Konditionen am inländischen Anleihemarkt von \$ 11,4 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 6,8 Mrd. im vergangenen Jahr zurück.

Der internationale Anleihemarkt blieb den meisten Entwicklungsländern – mit Ausnahme einiger weniger asiatischer Länder, die ebenso wie die entwickelten Länder die Aufnahmefähigkeit des Marktes für erste Adressen ausnützen konnten – verschlossen. Auch eine Ausweitung des indirekten Marktzugangs der Entwicklungsländer über die Entwicklungsinstitutionen fand nicht statt, da diese ihre Mittelaufnahme im vergangenen Jahr auf \$ 6,6 Mrd. – nach \$ 7,3 Mrd. im Jahr davor – zurückführten. Aber diese geringfügige Abnahme spiegelte vor allem die größere Rolle der Co-Finanzierungsprojekte der Weltbank mit Geschäftsbanken wider.

Im ersten Quartal 1984 verstärkte sich die Emissionstätigkeit an den internationalen Anleihemärkten weiter, und das Volumen neuer Begebungen erreichte einen absoluten Rekord von \$ 25,6 Mrd. Besonders ausgeprägt war die Expansion im Sektor der Wandelanleihen, wo die Neuverschuldung dreimal so hoch war wie im Durchschnitt der Quartale des Jahres 1983, und im Bereich der variabel verzinslichen Obligationen, wo sie das zweifache des entsprechenden Vorjahreswertes betrug. Die lebhafte Tätigkeit im Sektor der konvertiblen Papiere war weitgehend auf die enorme Ausweitung der Begebungen japanischer Gesellschaften, die aus der festen Haltung des japanischen Aktienmarktes Nutzen zogen, und die Kapitalaufnahme von US-Unternehmen in Zusammenhang mit geplanten Fusionen zurückzuführen. Der Sektor der variabel verzinslichen Anleihen zog weiter Geschäfte von den Eurokreditmärkten an sich, wobei die starke Nachfrage der Anleger nach solchen Papieren für Schuldner günstige Marktkonditionen entstehen ließ, denen der Markt für Konsortialkredite nichts Gleichwertiges entgegensetzen konnte. Das Volumen der festverzinslichen Papiere lag ebenfalls – allerdings nur geringfügig – höher als im Vorquartal, doch begünstigte die ungewisse Zins- und Wechselkursentwicklung beim Dollar Begebungen in anderen Währungen.

VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGSLAGE

Schwerpunkte

Das hervorstechende Merkmal des internationalen Währungsgeschehens im Jahr 1983 war – abgesehen von den internationalen Verschuldungsproblemen, auf die im Kapitel VI eingegangen wird – der anhaltende Höhenflug des Dollars auf den Devisenmärkten. Weiterhin günstige Zinsdifferenzen, die Dynamik der US-Wirtschaft, Schwierigkeiten auf den internationalen Finanzmärkten und internationale politische Unruhen wirkten zusammen und trieben den gewogenen Außenwert des Dollars von Januar 1983 bis Januar 1984 – trotz einer sehr deutlichen Verschlechterung der US-Leistungsbilanz und der Tatsache, daß er sich bereits in den vorangegangenen zweieinhalb Jahren um nahezu 30% aufgewertet hatte – um weitere 14% in die Höhe. Obwohl an den Devisenmärkten in den ersten Monaten des Jahres 1984 offenbar nachträglich Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Aussichten des Dollars aufkamen, die seinen Kurs vorübergehend drückten, erholte sich die US-Währung bis Anfang Mai und erreichte im Sog anziehender Zinssätze fast ihren früheren Höchstwert. Die Stärke des Dollars trug zusammen mit Anzeichen einer größeren Annäherung der wirtschaftlichen Ergebnisse der Partnerländer auch zur relativen Stabilität der Wechselkurse innerhalb des Europäischen Währungssystems seit der letzten Leitkursneuordnung von Ende März 1983 bei.

Hohe Dollarzinssätze zusammen mit einem festen Dollarkurs dämpften im Jahr 1983 die private Nachfrage nach Gold und damit seinen Marktpreis. Die Goldproduktion der westlichen Länder nahm weiter zu, während die Verkäufe der kommunistischen Länder stark zurückgingen, was zum Teil auf die Schwäche des Goldpreises zurückzuführen war.

Die Entwicklung der internationalen Liquidität zeigte im vergangenen Jahr ein uneinheitliches Bild. Positiv war, daß die gesamten Nichtgoldreserven der ölimportierenden Länder nach ihrem Rückgang von 1981/82 wieder zu steigen begannen und sich das Verhältnis von Reserven zu Einfuhren generell etwas verbesserte, während die IWF-Quotenaufstockung und die Erweiterung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen wesentlich zur Erhöhung des offiziellen internationalen Kreditangebots beigetragen haben. Andererseits blieb den hochverschuldeten Ländern Lateinamerikas der Zugang zu neuen Ausleihungen des internationalen Bankensystems außer in Verbindung mit konditionierten IWF-Krediten verwehrt, und der Marktwert der gesamten Goldreserven sank infolge des Nachgebens des Goldpreises. In der gegenwärtigen internationalen Liquiditätslage gibt es somit viele Länder, die entweder über ausreichende Währungsreserven verfügen oder relativ leicht Mittel erhalten können, während andere Länder sowohl unzureichende Reserven als auch nur einen begrenzten Zugang zu Auslandskrediten haben.

Entwicklung der Wechselkurse

Die frei schwankenden Währungen. Während des Großteils der Berichtsperiode war die Entwicklung auf den Devisenmärkten von der anhaltenden Stärke des US-Dollars geprägt. Trotz einer ziemlich starken, kurzfristigen Abschwächung in den ersten Monaten des Jahres 1984 lag der Dollar im gewogenen Außenwert Mitte Mai um 12% über seinem Niveau von Ende 1982, während er gegenüber den europäischen Währungen über denselben Zeitraum gesehen Kursgewinne von 12 bis 27% aufwies. Der Yen hingegen gewann von Ende 1982 bis Mitte Mai 1984 gegenüber der US-Währung 2% an Wert, während der kanadische Dollar nur 5% verlor.

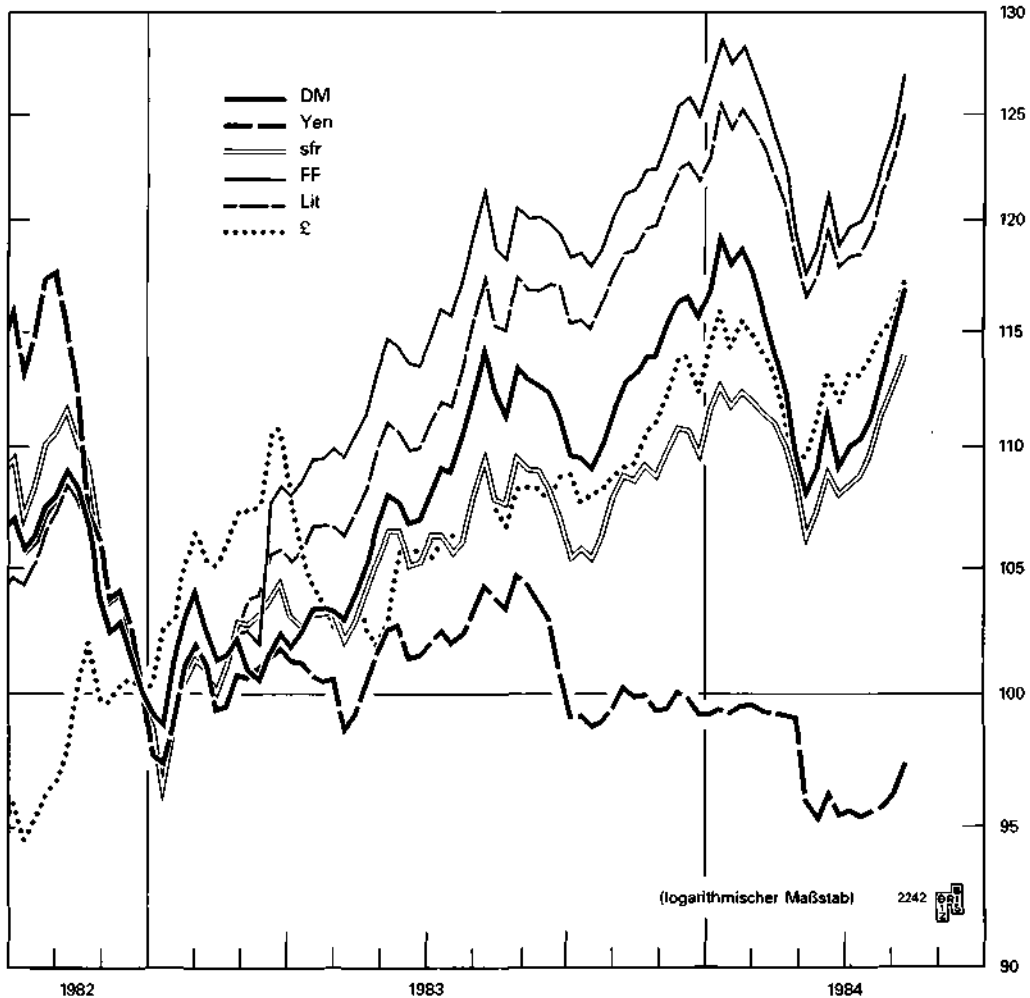
Diese weitere Kräftigung des Dollars gegenüber fast allen anderen wichtigen Währungen fand statt, obwohl sich das US-Leistungsbilanzdefizit im Schlußquartal 1983 aufs Jahr gerechnet um mehr als \$ 60 Mrd. ausgeweitet hatte. Die Bewegung des Dollars auf den Devisenmärkten war daher im großen und ganzen von Kapitalzuflüssen in die USA bestimmt. Die Größenordnung dieser Zuflüsse spiegelte drei Hauptursachen wider, deren Bedeutung im Laufe der Berichtsperiode schwankte: Erstens führte der starke Konjunkturaufschwung in den USA zusammen mit dem großen Defizit des Bundeshaushalts zu einem neuerlichen Anstieg der US-Zinssätze. Die zweite Ursache war der starke Rückgang und die spätere Umkehr der Nettoabflüsse von Bankmitteln aus den USA als Folge vor allem der Auslandsschuldensprobleme vieler Entwicklungsländer und einer allmählichen Erholung der Kreditnachfrage in den USA selbst. Drittens übte der US-Markt als sicherer Ort für Geldanlagen weiterhin eine große Anziehungskraft auf Auslandsmittel aus.

Das Verhalten des Yen spiegelte die fundamentale Stärke der japanischen Wirtschaft wider, zu der das Entstehen eines hohen Leistungsbilanzüberschusses, eine niedrige Inflationsrate und bessere Aussichten für das inländische Wirtschaftswachstum gehörten. Der kanadische Dollar wurde durch die relativ günstige Außenhandelsentwicklung gestützt.

Das Jahr 1983 hatte mit einer Abschwächung des Dollars begonnen, wobei sein effektiver Wechselkurs von Anfang November 1982 bis Anfang Januar 1983 vor allem infolge rückläufiger US-Zinssätze und einer erwarteten weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz um 9% gefallen war. Als die Rückbildung der US-Zinssätze angesichts des raschen Wachstums der US-Geldaggregate zum Stillstand kam, festigte sich der Dollar gegen Ende Januar vorübergehend. Anschließend veränderten sich die Dollarkurse bis Mitte Mai verhältnismäßig wenig. Während der Dollar, gestützt durch das inländische Zinsniveau und aufgrund anhaltender Besorgnis über die Auslandsfinanzierungsprobleme vieler Entwicklungsländer, weiter fest blieb, lösten Unsicherheiten hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Konjunkturaufschwungs in den USA und der damit verbundenen weiteren Dollarzinsentwicklung sowie die Perspektive einer im Laufe des Jahres 1983 noch größeren Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits da und dort Erwartungen aus, daß der langfristige Trend des Dollars nach unten gerichtet sei. Außerdem rechnete der Markt mit der Möglichkeit, daß es beim Williamsburger Gipfeltreffen im Mai zu einer Vereinbarung über abgestimmte Zentralbankinterventionen auf den Dollardevisenmärkten käme.

Schwankungen der bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten anderen Währungen 1982–84

Wochendurchschnitte, Indizes: Ende 1982 = 100



Mitte Mai setzte der Dollar seine Aufwärtsbewegung angesichts neuerlich anziehender US-Zinssätze fort, worin die Erwartungen einer Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik als Antwort auf das rasche Wachstum der Geldmengenaggregate zum Ausdruck kamen. Überdies deuteten die Devisenmärkte die damals in Erscheinung tretenden klaren Anzeichen eines kräftigen Konjunkturaufschwungs in den USA als für den Dollar in zweifacher Weise günstig. Erstens würde der Aufschwung als zusätzlicher Faktor neben dem hohen Defizit des US-Bundesbudgets einen weiteren Zinsauftrieb auslösen; und zweitens würden die Aussichten auf günstigere Unternehmensgewinne in den USA die Anziehungskraft der US-Wirtschaft für ausländische Investoren noch erhöhen. Demgegenüber schien sich der Markt

wenig Sorgen über die wahrscheinlichen Auswirkungen des Aufschwungs auf die Leistungsbilanz zu machen. Von Mitte Mai bis Mitte August zogen die Zinssätze für Dreimonatseurodollar um etwa 2 Prozentpunkte an, und der gewogene Außenwert des Dollars stieg um 8% auf das höchste Niveau seit Einführung des Floatens im März 1973. Im selben Zeitraum gewann der Dollar gegenüber dem Schweizer Franken 8%, gegenüber dem Yen 7% und gegenüber dem Pfund Sterling 6% an Wert. Gegenüber der D-Mark wertete er sich sogar um 12% auf. Der Anstieg der Eurodollarzinssätze zwischen Mai und August schlug sich fast gänzlich in einer Ausweitung des Zinsgefälles zwischen Eurodollar- und Euro-DM-Sätzen von $3\frac{1}{2}$ auf über 5 Prozentpunkte nieder; die Marktstimmung gegenüber der D-Mark wurde zudem von einem oberhalb der Zielspanne verlaufenden Geldmengenwachstum und von politischen Entwicklungen in Deutschland beeinträchtigt.

Gegen Ende Juli beschleunigte sich die Aufwärtsbewegung des Dollars, und auf den Devisenmärkten stellten sich ungeordnete Verhältnisse ein, die in starken Tagesschwankungen der Wechselkurse zum Ausdruck kamen. Vor diesem Hintergrund intervenierten die Währungsbehörden der USA, Deutschlands, der Schweiz und Japans gemeinsam auf den Devisenmärkten. Die Interventionen der USA, die vom 29. Juli bis 5. August stattfanden, waren auf den Verkauf von \$ 254 Mio. gegen D-Mark und Yen beschränkt, während die Währungsbehörden Deutschlands und Japans in bedeutend größerem Umfang intervenierten. Der Dollar stieg jedoch in den diesen Interventionen folgenden Tagen noch weiter im Kurs, bevor er dann um die Augustmitte etwas nachgab.

Die Abschwächung des Dollars begann im September, als das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit eine Zeitlang die Auffassung der Märkte über die zukünftige Dollarentwicklung zu beeinflussen schien. Zudem flachte sich das Zinsgefälle zwischen dem Dollar und den anderen Währungen ab, wobei das langsamere Wachstum der Geldmengenaggregate in den USA ein gewisses Nachgeben der US-Zinssätze nach sich zog, während die deutschen Zinssätze etwas anzogen. Als Folge dieser Einflüsse sank der gewogene Außenwert des Dollars von Ende August bis 10. Oktober um $3\frac{1}{2}$ %.

Gegen Ende Oktober begann sich jedoch der Dollar erneut, bis Mitte Januar 1984, zu festigen. In diesem Zeitraum gewann er gegenüber der D-Mark 10% und gegenüber dem Schweizer Franken und dem Pfund Sterling 7%. Der Yen/Dollar-Wechselkurs blieb dagegen praktisch unverändert. Der gewogene Außenwert des Dollars erreichte wiederholt neue absolute Höchststände und lag auf seinem Gipfelpunkt Mitte Januar 1984 um 6% höher als Mitte Oktober 1983 und um 54% über dem Tiefstand vom Oktober 1978. Es waren eine Reihe von Faktoren, die gemeinsam diese weitere Aufwertung des Dollars bewirkten. Dazu zählten ein neuerlicher Zinsanstieg in den USA und zunehmende politische Spannungen im Nahen Osten. Außerdem gab es eine Reihe von Einflüssen, die tendenziell die europäischen Währungen belasteten. Die konjunkturelle Erholung in Europa war schwach, und die Aussichten bei den Unternehmenserträgen waren weniger günstig als in den USA. Überdies entstanden in Europa keine größeren Überschusspositionen als Gegenposten zu der massiven Verschlechterung der US-Leistungsbilanz. Im Fall der D-Mark stellten der Zusammenbruch einer großen deutschen Privatbank und innenpolitische Vorgänge zusätzliche den Dollar begünstigende Faktoren dar.

Betrachtet man den Zwölfmonatszeitraum von Mitte Januar 1983 bis Mitte Januar 1984, so war die D-Mark die schwächste unter den wichtigen Währungen. In dieser Zeit verzeichnete sie gegenüber dem US-Dollar einen Kursrückgang um 18% auf DM 2,84 und damit fast auf den tiefsten Punkt seit März 1973. Der gewogene Außenwert der D-Mark ging um 7% zurück, wobei der Wertverlust gegenüber Dollar und Yen durch die Leitkursneuordnung im EWS vom März 1983 zum Teil ausgeglichen wurde. Der Schweizer Franken verlor im selben Zeitraum 15% gegenüber dem Dollar, aber sein gewogener Außenwert sank nur um etwas mehr als 3%, was auf seine Höherbewertung gegenüber der D-Mark und den meisten anderen europäischen Währungen zurückzuführen war.

Das Pfund Sterling fiel gegenüber dem Dollar zwischen Januar 1983 und Januar 1984 um 14% und damit fast im selben Ausmaß wie der Schweizer Franken; sein gewogener Wechselkurs blieb hingegen während dieser Zeit per saldo fast unverändert. Im ersten Halbjahr 1983 nahm zudem das Pfund einen von den anderen Hauptwährungen stark abweichenden Kursverlauf. Zwischen Januar und März 1983 fiel es in Zusammenhang mit der Senkung des offiziellen OPEC-Ölpreises im März gegenüber dem Dollar um etwa 10½% und im gewogenen Außenwert um 7½%. In der Folge machte es fast den gesamten vorherigen Verlust gegenüber dem Dollar wieder gut und wertete sich im April und Mai, als die Aussichten auf weitere Kürzungen der Ölpreise schwanden und der Ausgang der Wahlen im Juni bereits vorhergesehen wurde, auf gewogener Basis um 12½% auf. Im späteren Jahresverlauf kam das Pfund zusammen mit anderen europäischen Währungen wegen des starken Dollars unter Druck.

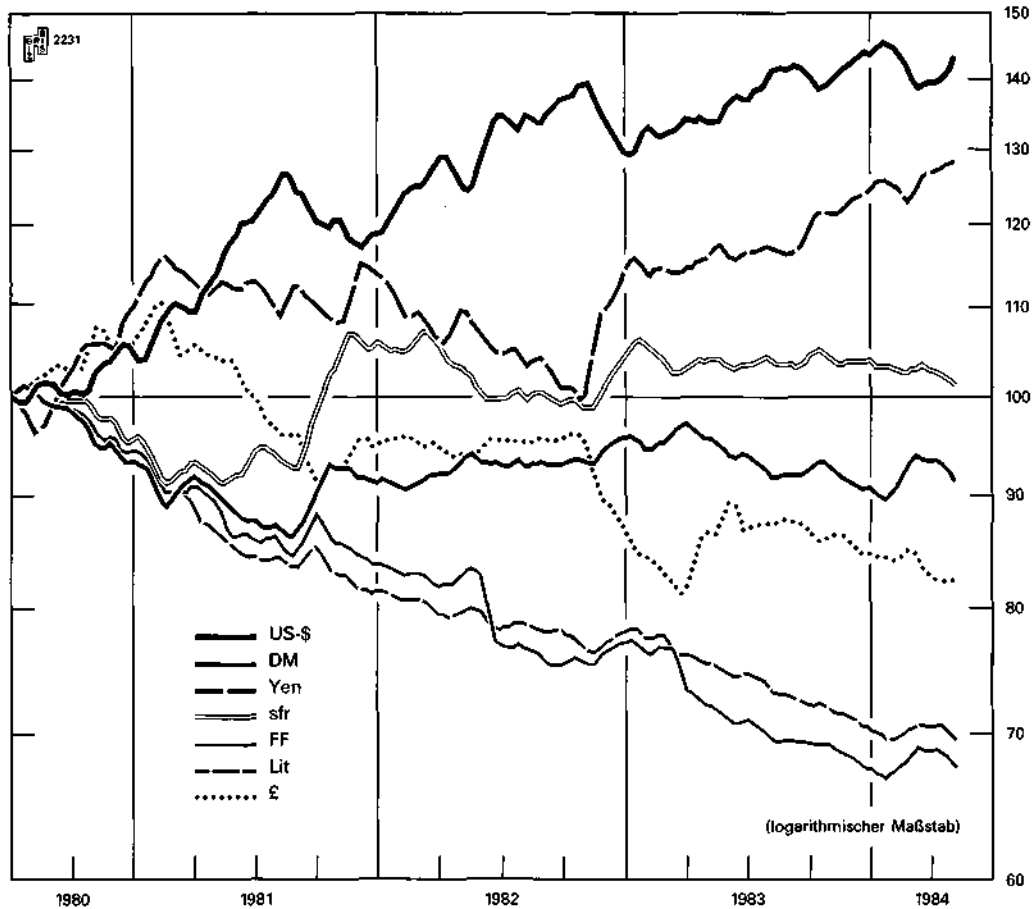
Der Yen wurde von der Dollarstärke im Jahr 1983 am wenigsten berührt. In den zwölf Monaten bis Mitte Januar 1984 fiel er gegenüber dem Dollar nur um 3%, während sein gewogener Außenwert 10% gewann. Gegenüber der D-Mark stieg er ziemlich kontinuierlich von ¥ 98,2 Anfang Januar 1983 auf ¥ 82,1 ein Jahr später, die höchste Notierung seit dem Zweiten Weltkrieg.

Gegen Mitte Januar 1984 begann die Marktstimmung zuungunsten des Dollars umzuschlagen. Dafür gab es eine Reihe von Gründen. Der wahrscheinlich wichtigste davon waren Zweifel hinsichtlich der Finanzierbarkeit des US-Leistungsbilanzdefizits zu den damals gültigen Wechselkursen, ein Defizit, das für 1984 auf \$ 75 Mrd. oder noch mehr veranschlagt wurde. Außerdem bestand Besorgnis darüber, daß die gegenwärtigen und erwarteten Budgetdefizite zusammen mit dem anhaltend raschen Wirtschaftswachstum die Inflation in den USA wieder anfachen könnten. Andererseits verbesserten sich in den restlichen Industrieländern und vor allem in Deutschland offensichtlich die wirtschaftlichen Wachstumsaussichten.

Angesichts dessen sank der gewogene Außenwert des Dollars, nachdem er am 12. Januar einen Höchststand erreicht hatte, in weniger als zwei Monaten um ca. 6½%. Was die anderen wichtigen Währungen betrifft, so fiel der Kursrückgang des Dollars mit 10½% gegenüber der D-Mark am größten aus, die auch gegenüber den Partnerwährungen im EWS an Wert gewinnen konnte. Gegenüber dem Schweizer Franken und dem Pfund Sterling verlor der Dollar von Mitte Januar bis Anfang März um 6½% und gegenüber dem Yen um 5% an Wert. Ein besonderes Merkmal der Dollarabschwächung zwischen Januar und März 1984 war, daß diese eintrat, als

Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse 1980–84

Dreiwöchendurchschnitte, Indizes: Ende Juni 1980 = 100



sich sowohl die Dollarzinssätze als auch das Zinsgefälle zugunsten der Dollaranlagen erhöhten. Dies deutet darauf hin, daß der Markt mehr als früher die langfristigen Aussichten des Dollars im Blick hatte. Die kurzfristigen Dollarzinssätze begannen Anfang Februar anzuziehen, und bis Anfang März, als der Dollar seinen Tiefpunkt erreichte, hatte sich der Zinssatz für Dreimonatseurodollar von $9\frac{1}{2}$ auf über 10% erhöht.

Zu diesem Zeitpunkt kehrte sich die Marktsituation erneut um, und der Dollar begann sich wieder einmal zu festigen, als die Zinssätze in den USA infolge des unerwartet starken Wirtschaftswachstums und eines Anschwellens der Kreditnachfrage anzogen. Anfang April wurde der offizielle Diskontsatz des Federal Reserve Systems angehoben, was das ungebrochene Bekenntnis zu einer antiinflationären Geldpolitik unterstrich; Mitte Mai erreichten die Zinssätze für dreimonatige Eurodollareinlagen $11\frac{1}{2}\%$ und lagen damit um mehr als 2 Prozentpunkte über dem

Niveau von Anfang Februar. Die Zinsen der übrigen wichtigen Industrieländer folgten dieser deutlichen Aufwärtsentwicklung nicht, was dazu führte, daß z.B. das Gefälle zwischen den Zinssätzen für Dreimonatseurodollar und Euro-DM von weniger als 4% Anfang Februar auf fast 6% zunahm. Angesichts dessen festigte sich der Dollar auf gewogener Basis von Anfang März bis Mitte Mai um über 6%, gegenüber der D-Mark um 9,5%, gegenüber dem Schweizer Franken um 8½% und gegenüber dem Pfund Sterling um 7½%. Gegenüber dem Yen betrug hingegen der Kursgewinn nur 4%. Die neuerliche Stärke des Dollars dürfte – außer mit der Aufwärtsbewegung der Dollarzinssätze – auch mit dem Ausbruch von Arbeitskonflikten in Frankreich, Deutschland und Großbritannien in Verbindung gestanden haben.

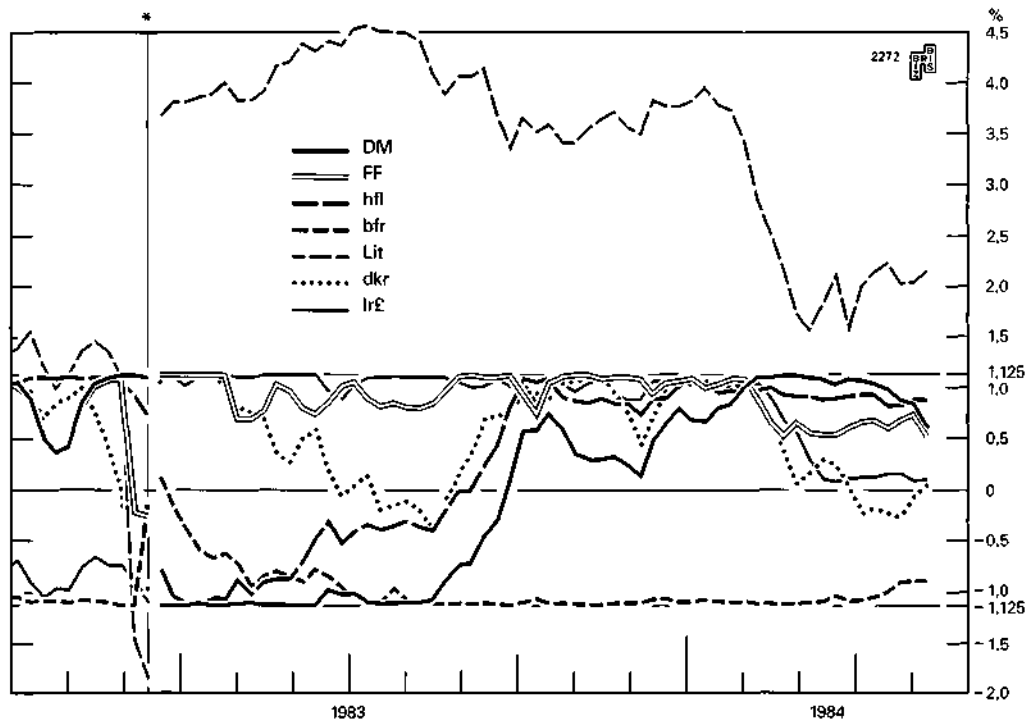
Blickt man auf die Entwicklung des Dollardevisenmarkts seit Ende 1982 zurück, so stechen zwei Gesichtspunkte klar hervor. Der erste ist, daß monokausale Theorien über den Verlauf der Wechselkurse nicht haltbar sind. In den vergangenen achtzehn Monaten waren die Beziehungen zwischen dem Dollar und anderen wichtigen Währungen dem Einfluß verschiedener Faktoren zu unterschiedlichen Zeiten ausgesetzt, und darüber hinaus führte die gleiche Ursache, z.B. das US-Budgetdefizit oder das US-Leistungsbilanzdefizit, zu verschiedenen Zeiten zu unterschiedlichen Ergebnissen.

Der zweite Gesichtspunkt ist, daß der langandauernde Höhenflug des Dollars, der 1980 eingesetzt hatte, jetzt vielleicht seinem Ende zugehen mag, aber das gegenwärtige Kursniveau für die Zukunft eine Reihe von Problemen bringt. Die dadurch hervorgerufenen internationalen Wettbewerbsverzerrungen begünstigten ein Erstarren protektionistischer Kräfte und trugen auch zu einer unhaltbaren Struktur der US-Zahlungsbilanz bei. Es ist unwahrscheinlich, daß ein US-Leistungsbilanzdefizit gegenwärtiger Größenordnung zu den derzeitigen Wechselkursen auf Dauer finanziert werden kann. Wenn diese Annahme sich als richtig erweist oder wenn die Märkte erkennen, daß die gegenwärtige Situation nicht mehr lange aufrechterhalten werden kann, könnten wieder instabile Dollarwechselkurse und in Zusammenhang damit Störungen im internationalen Finanzsystem auftreten.

Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS. In der Berichtsperiode gab es eine Wechselkursneuordnung innerhalb des Europäischen Währungssystems gegen Ende März 1983. Die Ereignisse, die dazu führten, hatten ihren Ursprung in der Festigung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar gegen Ende 1982, die von einer raschen Verbesserung der Stellung der D-Mark innerhalb des EWS-Kursgefüges begleitet war. Bis Dezember 1982 hatte die D-Mark zum holländischen Gulden am oberen Ende der Bandbreite aufgeschlossen; nach den Wahlen in Deutschland und Frankreich Anfang März 1983 geriet dann der französische Franken stark unter Druck, der auch anhielt, als Deutschland und die Niederlande ihren Diskontsatz senkten. Im Anschluß an ein eintägiges Aussetzen des offiziellen Devisenhandels in den EWS-Ländern am 21. März wurde die Leitkursanpassung durchgeführt: Mit sofortiger Wirkung wurden 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 je um 2,5% und das irische Pfund um 3,5% abgewertet wurden.

Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbands des EWS 1983/84

Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



* Neufestsetzung der Leitkurse mit Wirkung vom 21. März 1983.

Wie bei früheren Gelegenheiten folgte bei fast allen teilnehmenden Währungen unmittelbar auf die Leitkursneuordnung eine Umkehr der vorherigen Positionen innerhalb der Bandbreite. Durch die Auflösung der spekulativen Kapitalflüsse, die vor dem Realignment stattgefunden hatten, fielen die D-Mark und der holländische Gulden auf ihren unteren Interventionspunkt im neuen Kursband, während der französische Franken, die dänische Krone und das irische Pfund alle ihren oberen Interventionspunkt erreichten und die italienische Lira einen starken Auftrieb bis in die obere Hälfte ihres breiteren Bandes erfuhr. Der belgische Franken andererseits setzte sich bald danach von seiner Position nahe des Leitkurses nach unten ab und gesellte sich im Juli zur D-Mark am unteren Ende des Kursbandes. Ab Mai gab die dänische Krone nach, und der holländische Gulden bewegte sich aufwärts zur Mitte des Bandes, während die Lira, der französische Franken und das irische Pfund die stärksten Währungen im System blieben.

Während des restlichen Teils der Berichtsperiode wurde das Verhalten der Währungen innerhalb der Bandbreiten, vor allem der D-Mark, stark von der Dollarentwicklung auf den Devisenmärkten beeinflusst. Mit dem Nachgeben des Dollars im August begannen sich die D-Mark, der Gulden und die dänische Krone zu festigen, und Anfang Oktober befanden sich sämtliche Verbundwährungen mit Ausnahme des belgischen Frankens weit in der oberen Hälfte des Kursbandes, wo sie

bis gegen Ende Februar 1984 verblieben. Mit der neuerlichen Festigung des Dollars im Oktober schwächte sich die D-Mark bis Anfang Dezember im EWS leicht ab. In der Folge stieg die D-Mark wieder an und löste Anfang Februar den französischen Franken am oberen Ende des Bandes ab, gefolgt vom Gulden als zweitstärkster Währung. Im April entfernte sich jedoch die D-Mark angesichts des Wiedererstarkens des Dollars vom oberen Ende des Bandes und überließ gegen Monatsende dem Gulden den ersten Platz.

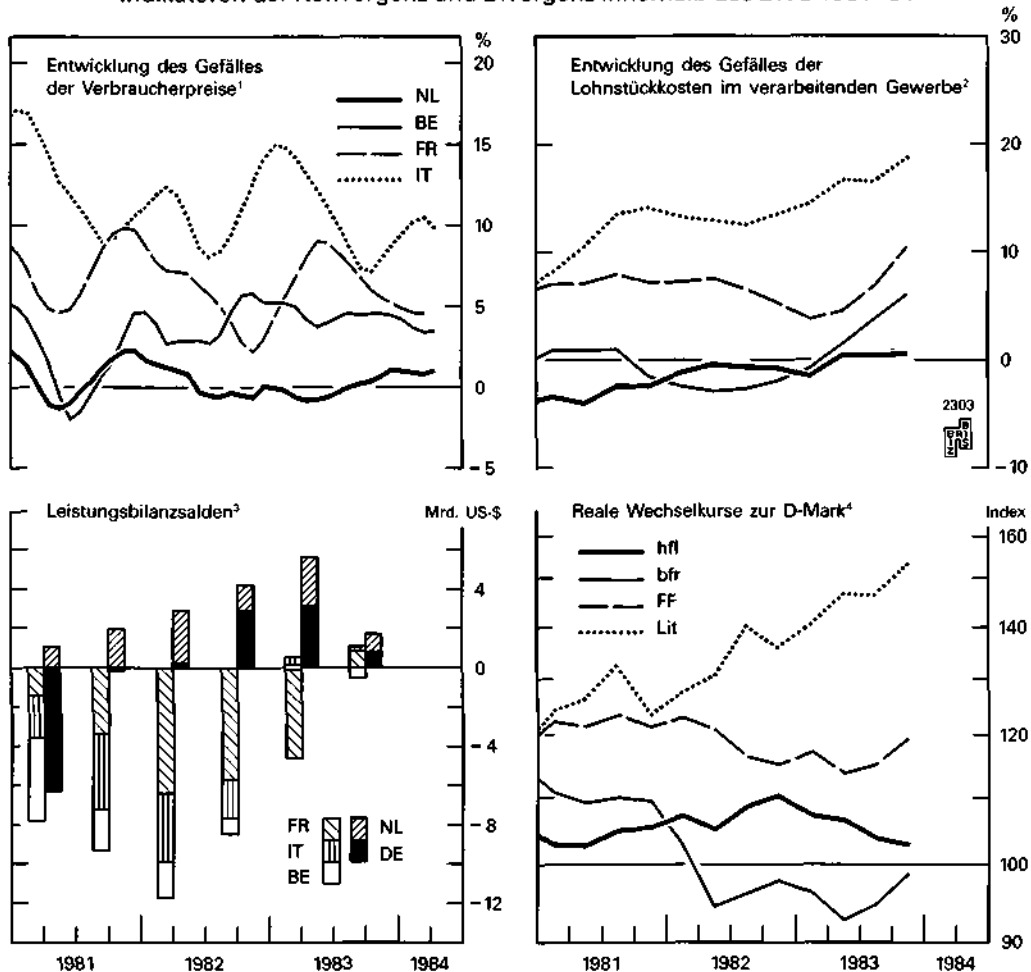
Die kurzlebige Stärke der D-Mark in den ersten Monaten des Jahres 1984 ging nicht mit einer drastischen Abschwächung der anderen Währungen einher. Der französische Franken und die italienische Lira blieben innerhalb der oberen Hälfte ihres jeweiligen Bandes, was zum Teil durch umfangreiche intramarginale Interventionen erreicht wurde, und als einzige Währung verblieb der belgische Franken in der unteren Hälfte des Kursbandes. Anfang März lag der belgische Franken bereits seit fast zehn Monaten am oder in unmittelbarer Nähe seines unteren Interventionspunktes, obwohl die Nationalbank Belgiens den Diskontsatz im November 1983 und im Februar 1984 um je 1% angehoben hatte. Die andauernde Schwäche des belgischen Frankens war auf die beständigen umfangreichen Kapitalabflüsse zurückzuführen, denn die Leistungsbilanz hatte sich 1983 entscheidend verbessert. Ab Mitte März begann der Druck auf den belgischen Franken nachzulassen, und im Laufe des Aprils löste er sich allmählich vom unteren Interventionspunkt.

Ende Mai 1984 waren vierzehn Monate seit der letzten Leitkursänderung vergangen, womit dieser Zeitraum im EWS zu einem der längsten mit stabilen nominalen Wechselkursen seit dessen Gründung im März 1979 wurde. Diese Wechselkursstabilität ist auf eine Reihe von Gründen zurückzuführen. Erstens war die Leitkursanpassung vom März 1983 eine der größten in der Geschichte des EWS, bei der die bilateralen Änderungen der Leitkurse bis zu 9% betragen. Zweitens ging von der Stärke des Dollars gegenüber allen EWS-Währungen inklusive der D-Mark seit März 1983 die meiste Zeit über ein stabilisierender Einfluß auf das System aus.

Darüber hinaus ist es aber bemerkenswert, daß das EWS-Kursgefüge im Zeitraum von Mitte Januar bis Anfang März 1984, als sich der Dollar gegenüber der D-Mark erheblich abschwächte und die D-Mark für kurze Zeit wiederum zur stärksten Währung im Verbund wurde, keinen größeren Spannungen ausgesetzt war. Dies kann auf eine Annäherung in Teilbereichen der Wirtschaftsentwicklung der Mitgliedsländer zurückgeführt werden. Wie aus der umstehenden Grafik hervorgeht, war die Konvergenz sowohl bei den Leistungsbilanzen als auch in der Preisentwicklung zu erkennen. Was die Leistungsbilanzen betrifft, vermochten 1983 Frankreich eine wesentliche und Belgien-Luxemburg, Dänemark, Irland und Italien eine kleinere, aber trotzdem bedeutende Verbesserung zu erzielen. Gleichzeitig blieb der deutsche Leistungsbilanzüberschuß mäßig. Ein Faktor, der zu dieser Annäherung der Leistungsbilanzpositionen beitrug, war die Neuordnung der Leitkurse innerhalb des Verbunds vom März 1983. Die Grafik zeigt auch, daß es einigen Fortschritt in Richtung einer größeren Konvergenz der Verbraucherpreisentwicklung in den Mitgliedsländern gab.

Bei den Lohnstückkosten der verarbeitenden Industrie scheint hingegen der Fortschritt in Richtung einer Annäherung geringer zu sein, und in jüngster Zeit

Indikatoren der Konvergenz und Divergenz innerhalb des EWS 1981–84



¹Inlandspreise minus deutsche Preise, berechnet als gleitende Dreimonatsdurchschnitte von auf Jahresrate umgerechneten Halbjahresveränderungen. ²Inländische Lohnstückkosten minus deutsche Lohnstückkosten, berechnet als gleitende Dreimonatsdurchschnitte von Jahresveränderungen. ³Halbjährliche saisonal bereinigte Werte. ⁴Auf Basis der relativen Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe; Indizes: erstes Halbjahr 1979 = 100 (logarithmischer Maßstab).

verzeichneten die realen Wechselkurse der Lira und des französischen sowie des belgischen Frankens – auf der Basis der Veränderung der relativen Lohnstückkosten – alle gegenüber der D-Mark Höherbewertungen. Der Fortschritt, der bisher in Richtung auf eine Konvergenz der wirtschaftlichen Ergebnisse der Teilnehmerländer erzielt wurde, muß daher weitergeführt und ausgebaut werden, und man wird abwarten müssen, wie lange der EWS-Wechselkursverbund in der Lage wäre, den Auswirkungen einer dauerhafteren Abwärtsbewegung des Dollars, sollte eine solche eintreten, standzuhalten.

Goldgewinnung und Goldmarkt

Die Entwicklung beim Gold war in der Berichtsperiode durch einen weiteren Preisrückgang geprägt. Da das erwartete Nachgeben der US-Zinssätze und des Dol-

larwechselkurses ausblieb, kam die Erholung des Goldpreises, die im zweiten Halbjahr 1982 eingesetzt hatte, Anfang 1983 zum Stillstand und kehrte sich in der Folge teilweise um. Die Attraktivität anderer Anlageformen und das Ausbleiben einer sichtbaren Belebung der industriellen Nachfrage bedeuteten, daß der Markt nicht einmal in der Lage war, eine geringere Menge an zusätzlichem Gold ohne neuerlichen Preisrückgang aufzunehmen. Gleichwohl fiel die Abschwächung des Goldpreises in der Berichtsperiode, sieht man einmal von dem Preissturz in der letzten Februarwoche 1983 ab, wesentlich geringer aus als 1981 und im ersten Halbjahr 1982. Überdies bewirkte die Dollarstärke, daß der Goldpreis, ausgedrückt in den wichtigsten europäischen Währungen, im vergangenen Jahr relativ stabil war. Daher führten das hohe US-Zinsniveau und die Dollarstärke nicht wie bei früheren Gelegenheiten zu umfangreichen Auflösungen von Goldbeständen; andererseits wurden dadurch zweifelsohne positive Einflüsse auf den Goldpreis, wie sie sich sonst durch das weltweite politische und finanzielle Geschehen ergeben hätten, in der Tendenz neutralisiert.

Marktherkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1979	1980	1981	1982	1983
	Tonnen				
Goldgewinnung	955	950	970	1020	1085
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	290	90	300	200	80
Veränderung der amtlichen Goldbestände der westlichen Welt durch Markttransaktionen* (geschätzt; -- = Zuwachs)	620	- 55	- 65	95	75
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1865	985	1205	1315	1240

* 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.

Die Verringerung der Verkäufe kommunistischer Länder und der westlichen offiziellen Transaktionen war 1982/83 größer als der am Markt zu verzeichnende Rückgang des angebotenen Goldes. Die geschätzte Weltgoldgewinnung (ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea) erhöhte sich im vergangenen Jahr beträchtlich von 1 018 auf 1 085 t. Dies bedeutete eine Verstärkung des Aufwärtstrends der Erzeugung, der 1981 nach einem zehnjährigen fast ununterbrochenen Rückgang der Produktion eingesetzt hatte. Die gesamte Goldgewinnung lag jedoch im vergangenen Jahr noch immer 14½% unter dem Höchststand von 1970.

Der Hauptgrund für die vorangegangene anhaltend rückläufige Weltgoldgewinnung war die Verlagerung zum Abbau geringwertiger Erze in Südafrika nach dem Anstieg des Goldpreises; im Gegensatz dazu erfolgte die neueste Belebung der Produktion auf breiterer Basis. 1983 war der Abbau fast überall im Steigen begriffen, wobei die marginalen Förderländer überdurchschnittliche Produktionszuwächse erzielten. Unter den Hauptförderländern erzielten Brasilien (+ 43%) und Australien (+ 19%) die größten Steigerungsraten der Goldgewinnung. Der Anstieg der südafrikanischen Goldgewinnung belief sich andererseits auf weniger als

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1946	1953	1970	1979	1980	1981	1982	1983
	Tonnen							
Südafrika	371,0	371,4	1000,4	705,4	675,1	657,6	664,2	679,5
Kanada	88,5	126,1	74,9	51,1	50,6	52,0	64,7	70,7
USA	49,0	60,9	54,2	29,8	30,2	42,9	45,0	50,4
Brasilien	4,4	3,6	9,0	25,0	35,0	35,0	35,0	50,0
Australien	25,6	33,4	19,3	18,6	17,0	18,4	27,0	32,2
Philippinen	—	14,9	18,7	16,7	20,4	23,4	29,5	31,5
Chile	7,2	4,1	1,6	4,3	6,5	12,2	18,9	19,8
Papua-Neuguinea	—	—	0,7	19,7	14,3	17,2	17,8	18,4
Kolumbien	13,6	13,6	6,3	10,0	17,0	17,7	15,9	17,9
Zimbabwe	16,9	15,6	15,6	12,0	11,4	11,6	13,4	14,1
Ghana	18,2	22,7	22,0	11,5	10,8	13,0	13,0	11,8
Dominikanische Republik	—	—	—	11,0	11,5	12,8	11,8	11,2
Peru	4,9	4,4	3,3	4,7	5,0	7,2	6,9	9,9
Mexiko	13,1	15,0	6,2	5,5	5,9	5,0	5,2	5,5
Zusammen	612,4	685,7	1232,2	925,3	910,7	926,0	968,3	1022,9
Sonstige Länder	53,6	68,3	38,8	31,2	37,8	42,5	49,7	62,1
Geschätzte Weltgoldgewinnung* ..	666,0	754,0	1271,0	956,5	948,5	968,5	1018,0	1085,0

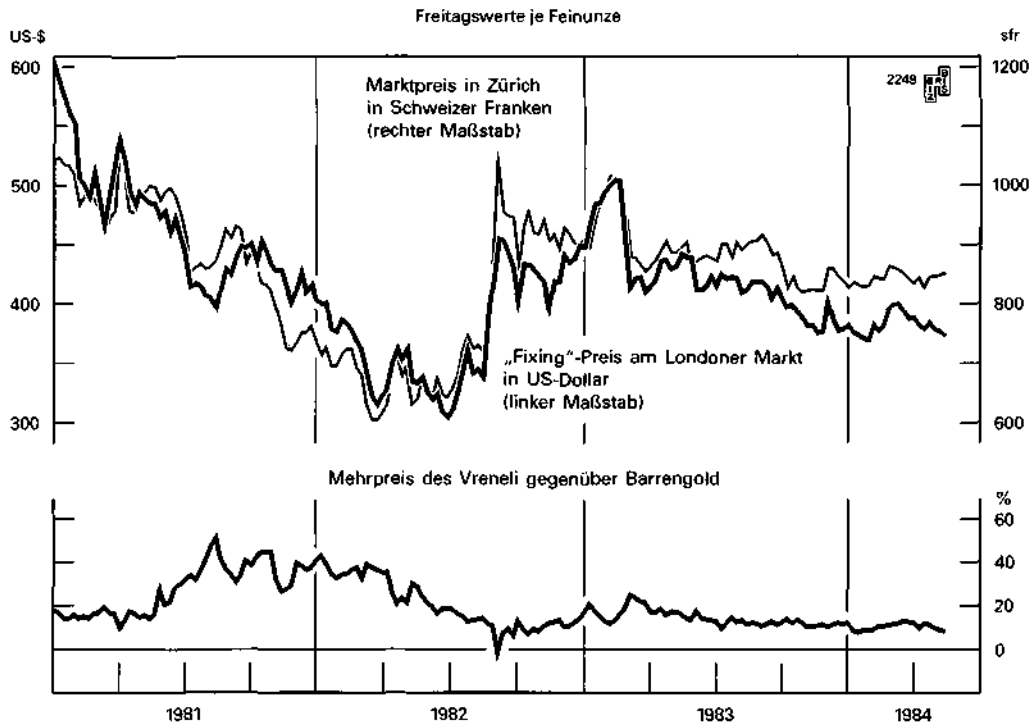
* Ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea.

2½%, da die mengenmäßige Zunahme des industriell verhütteten Erzes in diesem Land weiterhin zum Teil durch eine Abnahme des durchschnittlichen Goldgehalts der Erze ausgeglichen wurde. Als Ergebnis sank der Anteil Südafrikas an der gesamten geschätzten Weltgoldgewinnung im vergangenen Jahr weiter auf 63%, verglichen mit dem Rekordniveau von 79% im Jahr 1970.

Schätzungen zufolge gingen die Goldverkäufe der kommunistischen Länder erheblich von 200 t im Jahr 1982 auf 80 t im Jahr 1983 zurück. Eine Verbesserung der Zahlungsbilanzlage und die Schwäche des Goldpreises führten zu einer erheblichen Abnahme der Goldverkäufe der UdSSR. Die geschätzten Verkäufe aus westlichen offiziellen Beständen verringerten sich ebenfalls von 95 t im Jahr 1982 leicht auf 75 t im vergangenen Jahr. Die letztjährige Abnahme der offiziellen Goldbestände war mehr als zur Gänze drei Ländern zuzuschreiben, nämlich Portugal und den Philippinen (die je etwa 50 t verkauften) und den USA (die ihren Goldbestand um 20 t verringerten). Andererseits und im Gegensatz zur Entwicklung 1982 stockten zwei der am höchsten verschuldeten Länder, Brasilien und Mexiko, ihre Goldbestände um 12 bzw. 7 t auf, während Taiwan seine Bestände um 12 t anreicherte. Ferner stiegen Ungarns Goldreserven nahezu um jene 32 t, die es 1982 verkauft hatte, während Kolumbien seine Goldreserven um weitere 12 t aufstockte. In Brasilien und Kolumbien spiegeln die Zuwächse der offiziellen Goldbestände vor allem die Aufnahme des im Inland gewonnenen Goldes wider, obwohl im Falle Brasiliens der Großteil des im Vorjahr gefördert Goldes von 50 t offensichtlich am Markt verkauft wurde.

Das Nettoergebnis dieser Entwicklung war eine Abnahme der für nichtmonetäre Verwendung insgesamt zur Verfügung stehenden Goldmenge von 1 315 auf 1 240 t. Dieses verringerte Angebot verhinderte jedoch nicht ein neuerliches Nach-

Marktpreise von Gold in US-Dollar und Schweizer Franken 1981–84



geben des Goldpreises. In der Tat war schon der im Jahr 1983 geringere Umfang der Goldverkäufe der kommunistischen Länder zum Teil eine Reaktion auf die Abschwächung der Nachfrage. Hinzu kommt, daß, wie groß auch immer die Gesamtmenge des dem Markt tatsächlich zugeführten Goldes sein mag, die Publizität, die offizielle Goldverkäufe umgibt, besonders in einer Zeit akuter Verschuldungsprobleme und wachsender Bedeutung der Terminmärkte eher einen dämpfenden Einfluß auf den Markt ausübt. Dennoch waren die wichtigsten Ursachen für die Schwäche des Goldpreises im abgelaufenen Jahr die nach wie vor hohen US-Zinssätze und ein anhaltend starker Dollarkurs, die jegliche möglichen Hausseeinflüsse aus internationalen politischen und finanziellen Störungen überlagerten.

Das Jahr 1983 begann mit einem „Fixing“-Preis am Londoner Markt von etwas über \$ 450 pro Unze, auf die die Notierungen – aufgrund rückläufiger Dollarzinsätze und der Besorgnis über die internationale Verschuldungssituation – von einem Tiefpunkt bei knapp unter \$ 300 zur Jahresmitte 1982 gestiegen waren. Die Aufwärtsbewegung der Preise setzte sich in den ersten Wochen des Jahres fort, wobei die Notierung am 15. Februar 1983 \$ 511,5 pro Unze und damit das höchste Niveau im Jahr erreichte, das den Tiefpunkt von Mitte 1982 um über 70% überstieg. Angesichts rückläufiger Ölpreise setzte eine sehr starke Reaktion ein, die den Marktpreis Ende Februar sogar kurzzeitig unter \$ 400 je Unze drückte. Der Markt bewegte sich dann eine Zeitlang innerhalb einer Spanne von \$ 410–440, ohne daß sich ein klarer Trend des Dollars oder der US-Zinssätze abzeichnete. Der Preis stieg

einmal im April – als Reaktion auf die Ereignisse im Libanon und die Besorgnis über Brasiliens außenwirtschaftliche Zahlungsprobleme – auf \$ 443 je Unze an und hielt sich bis Ende Mai in etwa auf diesem Niveau. Das folgende neuerliche Erstarren des Dollars bei steigenden US-Zinsen ließ den Goldpreis beim Londoner Fixing am 7. Juni auf \$ 400,25 abgleiten. Anschließend blieb er während des ganzen Sommers deutlich über der Marke von \$ 400 und erreichte im Juli \$ 430 je Unze, als die Nachfrage wegen erneuter Besorgnis über die Schuldenprobleme der Entwicklungsländer anzog.

Nach dem Sommer wurde die neuerliche Festigung der US-Zinssätze und des Dollars zum vorherrschenden Einfluß auf dem Markt. Der Goldpreis fiel Anfang Oktober unter \$ 400 je Unze und erreichte am 21. November einen Tiefpunkt von \$ 374. Nach einem kurzfristigen Wiederanstieg auf knapp über \$ 400 setzte sich dann der abwärtsgerichtete Preistrend fort, bis die Notierungen am 9. Januar 1984 mit \$ 364 je Unze einen unteren Wendepunkt und damit das niedrigste Niveau seit August 1982 erreichten. Die langerwartete Abschwächung des Dollars, die dann einsetzte, brachte dem Goldpreis etwas Erholung, und Anfang März, als Besorgnis über eine mögliche Unterbrechung der Öllieferungen aus dem Nahen Osten aufkam, überschritt der Fixingpreis am Londoner Markt \$ 400 je Unze. Mitte März jedoch lagen die Preise wieder unter der Marke von \$ 400, und Anfang Mai hatten sich die Notierungen angesichts der neuerlich anziehenden US-Zinssätze wieder auf etwa \$ 375 je Unze zurückgebildet.

Weltwährungsreserven und internationale Liquidität

Die Entwicklung der internationalen Liquidität wies 1983 keinen einheitlichen Gesamtverlauf auf, und zwar weder nach Ländergruppen betrachtet noch nach den einzelnen Reservearten unterschieden, anhand deren die internationale Liquidität in ihrer weiten Definition beurteilt werden kann. Betrachtet man die internationale Bruttoliquidität in der engen Bedeutung von Währungsreserven, so zeigt sich, daß die gesamten Nichtgoldreserven der Länder im vergangenen Jahr zunahmen, nachdem sie in den Jahren 1981 und 1982 abgenommen hatten; andererseits sank der Wert der Goldreserven im Gleichklang mit der neuerlichen Abschwächung des Marktpreises von Gold. Was die internationale Nettoliquidität, d. h. Reserven abzüglich Auslandsverbindlichkeiten betrifft, so stiegen in den meisten lateinamerikanischen und auch in den kleineren entwickelten Ländern die Nichtgoldreserven weniger stark als die Auslandsverschuldung gegenüber Banken. Andererseits verbesserte sich die internationale Nettoliquidität der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer Asiens.

Zusätzlich zu den offiziellen Währungsreserven enthält die internationale Liquidität im weiten Sinne auch den Zugang zu internationalen Krediten, d. h. all jene Mittel, die den Ländern zur Zahlungsbilanzfinanzierung zur Verfügung stehen. Auch hier zeigten die Entwicklungen im vergangenen Jahr kein einheitliches Bild. Die insgesamt zur Verfügung stehenden offiziellen internationalen Kreditfazilitäten wurden 1983 durch das Inkrafttreten der allgemeinen Quotenerhöhung des IWF ausgeweitet; gleichzeitig entstand jedoch eine ziemlich deutliche Spaltung des Mark-

tes für internationale Bankkredite. Im allgemeinen standen den lateinamerikanischen Ländern keine neuen Bankkredite zur Verfügung, es sei denn in Verbindung mit an Auflagen geknüpften IWF-Krediten, während die restliche Welt – mit einigen Ausnahmen – nach wie vor in der Lage war, sich beim internationalen Bankensystem weiter zu verschulden.

Schließlich zeigte sich 1983 vielerorts eine Verbesserung des Verhältnisses der Nichtgoldreserven zu den Einfuhren, und zwar sowohl bei entwickelten wie Entwicklungsländern. In Teilen der dritten Welt, vor allem in Lateinamerika und Afrika, beruhte diese Verbesserung allerdings auf weiteren erzwungenen Kürzungen der Einfuhren und kann deshalb kaum als Stärkung der internationalen Liquidität dieser Länder bezeichnet werden.

Betrachtet man die Reservenentwicklungen des vergangenen Jahres im einzelnen, so zeigt sich, daß die gesamten ausgewiesenen Bestände an Nichtgoldreserven, die in den vorangegangenen zwei Jahren in laufenden Dollarwerten ausgedrückt um \$ 48 Mrd. abgenommen hatten, einen Zuwachs von \$ 15,7 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von \$ 381 Mrd. Ende 1983 verzeichneten. Dieses geringe Wachstum der globalen Nichtgoldreserven von 4%, das auf alle Gruppen der ölimportierenden Länder verteilt war, fiel zusammen mit einem Rückgang des Dollareinheitenswerts der international gehandelten Güter um 4,5%. Real gesehen überstieg daher das Wachstum der Nichtgoldreserven die in nominalen Werten ausgedrückten Größenordnungen. Da gleichzeitig das Volumen des Welthandels nur um 2% zunahm, ergab sich, wie bereits erwähnt, im vergangenen Jahr eine weitverbreitete Verbesserung des Verhältnisses von Reserven zu Einfuhren.

Die Schwäche der Dollarpreise international gehandelter Güter stand zum Teil in Verbindung mit der weiteren Höherbewertung des Dollars auf den Devisenmärkten, was ebenfalls den (laufenden) Dollargegenwert der in anderen Währungen als dem Dollar gehaltenen Nichtgoldreserven verminderte. Berechnet man hingegen den Zuwachs der gesamten Nichtgoldreserven im vergangenen Jahr zu konstanten Dollarkursen, so belief sich dieser auf fast \$ 30 Mrd.

Im Gegensatz zur Zunahme der Nichtgoldreserven bewirkte der Rückgang des Goldmarktpreises um 15% im vergangenen Jahr, daß (zusammen mit einem leichten Rückgang der gesamten Goldbestände) der Marktwert der gesamten Goldreserven aller Länder, der 1982 um \$ 43,7 Mrd. zugenommen hatte, 1983 um \$ 63,5 Mrd. abnahm. Es ist nicht möglich, die volle Auswirkung dieser Entwicklung auf die internationale Liquidität zu messen. Der niedrigere Goldpreis schlug sich hauptsächlich in den Reserven der Industrieländer nieder, die den Großteil der offiziellen Goldbestände halten. Für die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer war die Abnahme des gesamten Wertes ihrer Goldreserven wesentlich geringer als die Zunahme ihrer zu laufenden Dollarwerten gerechneten anderen Reserveaktiva.

Betrachtet man die verschiedenen *Reservearten*, so zeigt sich, daß das Wachstum der Nichtgoldreserven der Länder im Jahr 1983 zum Großteil den Reservepositionen im IWF zuzuschreiben war, die in laufenden Dollarwerten ausgedrückt um \$ 12,9 Mrd. zunahm. Diese Entwicklung ergab sich zum Teil aus der Aufstockung der IWF-Quoten und zum Teil aus der Zunahme der Ausleihungen des

Fonds. Zu jeweiligen Dollarwerten gerechnet erhöhten sich durch die neuen Quotenzeichnungen die gesamten Reservepositionen im Fonds um \$ 5,9 Mrd., während die Ausleihungen des Fonds (zusammen mit anderen, relativ geringfügigen Transaktionen wie den per saldo geleisteten und empfangenen Zinszahlungen) weitere \$ 7 Mrd. beitrugen.

Die IWF-Quotenerhöhung im Rahmen der Achten Allgemeinen Überprüfung trat Ende November 1983 in Kraft, als sie von einer ausreichenden Zahl von Ländern, die insgesamt 70% der gesamten Fondsquoten repräsentieren, ratifiziert worden war. Zu Jahresende waren bereits mehr als 97% der gesamten Quotenerhöhung rechtswirksam gezeichnet, wodurch sich die Gesamtquoten im IWF um SZR 27,4 auf 88,5 Mrd. erhöhten. Gleichzeitig wurden die Grenzwerte für den Zugang der Länder zum Fonds, ausgedrückt als Prozentsätze ihrer Quoten, herabgesetzt, so daß die Beträge, die von einzelnen Ländern normalerweise im Rahmen der erhöhten Quoten gezogen werden können, im wesentlichen unverändert bleiben.

Die gesamten Nettoziehungen auf den IWF beliefen sich 1983 – ein neues Rekordjahr – auf SZR 12,1 Mrd. Davon waren 80% oder SZR 9,7 Mrd. Nettoziehungen von Nicht-OPEC-Entwicklungsländern. Innerhalb dieser Gruppe wurden die größten Nettoziehungen von Brasilien (SZR 2,4 Mrd.), Indien (SZR 1,5 Mrd.), Argentinien (SZR 1,3 Mrd.) und Mexiko (SZR 1 Mrd.) vorgenommen. Zum ersten Mal seit 1973 tätigten im vergangenen Jahr auch OPEC-Länder umfangreiche Nettoziehungen auf den Fonds, die sich auf SZR 1 Mrd. beliefen, von denen Indonesien über 60% in Anspruch nahm. Die Ziehungen der entwickelten Länder beliefen sich netto auf SZR 1,3 Mrd., wovon auf Portugal und Jugoslawien je SZR 0,4 Mrd. und auf Ungarn SZR 0,3 Mrd. entfielen. Parallel zu dieser umfangreichen Inanspruchnahme der IWF-Mittel nahmen die Ziehungszusagen des Fonds im Jahr 1983 von SZR 14,1 auf 22,9 Mrd. erheblich zu. Die größten neuen Kreditfazilitäten wurden Brasilien, Mexiko und Argentinien eingeräumt. Zum Jahresende beliefen sich die noch nicht in Anspruch genommenen Mittel im Rahmen von Ziehungszusagen auf SZR 12,4 Mrd.

Die im vergangenen Jahr zur Finanzierung der Nettoausleihungen des Fonds hauptsächlich verwendeten Währungen waren der US-Dollar (SZR 5,3 Mrd.) und der saudiarabische Riyal (SZR 1,7 Mrd.). Nettoziehungen in SZR beliefen sich auf SZR 2,6 Mrd. Ein beträchtlicher Teil der Gesamtziehungen auf den Fonds im vergangenen Jahr wurde mit bei Saudi-Arabien und einer Reihe von Industrieländern aufgenommenen Mitteln finanziert. Darüber hinaus wurde der dem Fonds zur Verfügung stehende Kreditrahmen im Dezember 1983 wesentlich vergrößert, als die Gesamtsumme der Kreditzusagen der an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) teilnehmenden Länder von ca. SZR 6,4 auf 17 Mrd. ausgeweitet wurde. Gleichzeitig mit der Erweiterung der AKV stellte Saudi-Arabien dem Fonds eine neue Kreditlinie von SZR 1,5 Mrd. zur Verfügung, die für dieselben Zwecke und unter denselben Bedingungen wie der AKV-Kreditrahmen zu verwenden ist. Darüber hinaus wurden im April 1984 dem IWF neue Kreditlinien im Gesamtbetrag von SZR 6 Mrd. von Saudi-Arabien, der BIZ, Japan und Belgien eingeräumt.

Im Gegensatz zur Erhöhung der Reservepositionen im IWF verringerten sich 1983 die SZR-Bestände der Mitgliedsländer insgesamt um \$ 4,5 Mrd., da Ziehungen

in SZR im Rahmen von Kreditzusagen des Fonds durch die Verwendung von SZR in Höhe von \$ 6,3 Mrd. für Subskriptionszahlungen im Rahmen der jüngsten Quotenaufstockung mehr als ausgeglichen wurden.

Abgesehen von den Veränderungen der IWF-Reservepositionen und der SZR-Bestände hielten sich die Bewegungen bei den anderen Kategorien von Nichtgoldreserveaktiva insgesamt eher in Grenzen. Die offiziellen Bestände an Devisen und ECU stiegen – zu laufenden Dollarkursen gerechnet – nur um \$ 3,7 bzw. 3,6 Mrd. Mißt man hingegen diese Zuwächse zu konstanten Dollarkursen, so beliefen sie sich auf \$ 10,7 bzw. 8,3 Mrd. Die Zunahme der Devisenreserven im vergangenen Jahr folgte einem Rückgang von \$ 21,8 Mrd. (in laufendem Dollar) im Jahr 1982.

Die *regionale Verteilung* des Anstiegs der Nichtgoldreserven im Jahr 1983 zeigt einen Zuwachs von \$ 8,8 Mrd. für die Zehnergruppenländer, deren Reserven in den vorangegangenen zwei Jahren um \$ 35 Mrd. abgenommen hatten. Die Nichtgoldreserven der USA wiesen im vergangenen Jahr einen kleinen Rückgang auf, wobei eine Zunahme ihrer SZR-Bestände und IWF-Reserveposition um \$ 3,7 Mrd. durch eine Abnahme ihrer Devisenreserven um \$ 3,9 Mrd. mehr als ausgeglichen wurde. Der Rückgang der US-Devisenreserven beruhte im wesentlichen auf drei Transaktionen: der Tilgung der letzten noch umlaufenden Carter-Bonds in Höhe von \$ 1,7 Mrd., der Auflösung von Devisenswaps mit Mexiko und Brasilien in Höhe von \$ 1,6 Mrd. und der Verwendung von D-Mark und Yen im Gegenwert von \$ 0,7 Mrd. zur Finanzierung eines Teils der Erhöhung der US-Quote im IWF.

Die Nichtgoldreserven der übrigen Zehnergruppenländer nahmen 1983 um \$ 9 Mrd. zu. Ihre Devisen- und ECU-Bestände weiteten sich um \$ 5,4 bzw. 3,2 Mrd. aus, während die Zunahme ihrer IWF-Reservepositionen in Höhe von \$ 3,3 Mrd. zum Großteil durch eine Abnahme ihrer SZR-Bestände um \$ 2,9 Mrd. ausgeglichen wurde.

Die Reservenzuwächse der Zehnergruppenländer (ohne USA) waren vor allem auf Italien (\$ 6 Mrd.) und Frankreich (\$ 3,3 Mrd.) konzentriert, die beide Reservenverluste, die sie in früheren Jahren erlitten hatten, wettmachen konnten. Die Reservengewinne Italiens und Frankreichs waren hauptsächlich von der Nachfrage her bestimmt, d.h. daß in beiden Ländern der öffentliche Sektor in hohem Umfang im Ausland Kredite entweder direkt oder über das inländische Bankensystem aufnahm. Belgien und Schweden befanden sich in einer ähnlichen Lage, als sie trotz Leistungsbilanzdefiziten Reservengewinne von \$ 0,8 bzw. 0,5 Mrd. verzeichneten. Von den Zehnergruppenländern mit Leistungsbilanzüberschüssen im Jahr 1983 verzeichneten nur Japan und Kanada größere verdiente Reservenzuwächse von \$ 1,3 bzw. 0,5 Mrd. Deutschland und Großbritannien verloren hingegen Reserven in Höhe von \$ 2,1 bzw. 1 Mrd.

Die Nichtgoldreserven der „übrigen entwickelten Länder“ wuchsen im Jahr 1983 um \$ 4 Mrd. nach einer Abnahme um \$ 3 Mrd. in den vorangegangenen zwei Jahren. Den größten Gewinn verzeichnete Australien (\$ 2,5 Mrd.), das erhebliche Kapitalzuflüsse aufwies, bevor die Währungsbehörden am 12. Dezember 1983 beschloßen, die Landeswährung frei schwanken zu lassen. Auch Dänemark wies einen starken Zuwachs (\$ 1,4 Mrd.) seiner Nichtgoldreserven auf. Darüber hinaus vermochten

Veränderung der Weltwährungsreserven 1981–83

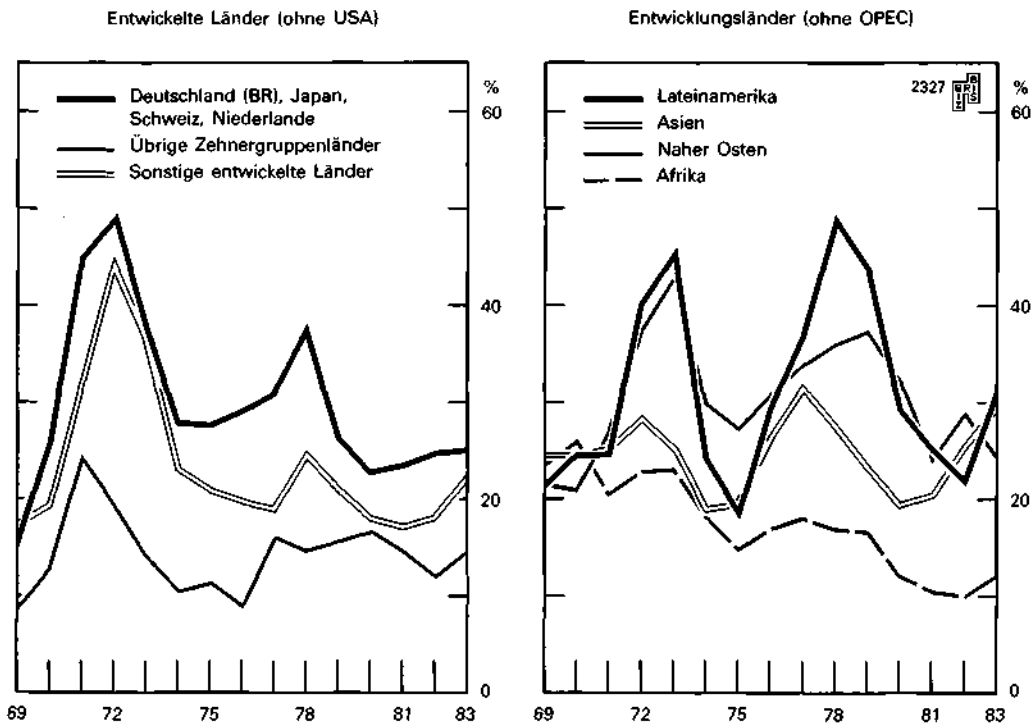
	Gold		Devisen	Reserve- positionen im IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar ¹					
Zehnergruppe							
1981	- 0,5	-140,4	- 11,6	2,3	2,3	- 13,6	- 20,6
1982	- 0,3	35,4	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
1983	- 0,7	- 49,4	1,5	7,2	- 3,1	3,2	8,8
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>738,4</i>	<i>281,7</i>	<i>98,1</i>	<i>24,9</i>	<i>11,2</i>	<i>44,2</i>	<i>178,4</i>
Übrige entwickelte Länder							
1981	- 3,1	- 19,9	- 2,7	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,7
1982	- 2,8	3,3	0,4	- 0,5	- 0,2	-	- 0,3
1983	- 0,5	- 6,3	3,0	1,0	- 0,4	0,4	4,0
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>92,0</i>	<i>35,1</i>	<i>40,0</i>	<i>2,2</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>44,0</i>
Entwicklungsländer (ohne OPEC)²							
1981	1,1	- 13,4	1,1	- 0,3	0,8	.	1,6
1982	- 1,7	2,8	0,2	- 0,2	- 1,3	.	- 1,3
1983	- 0,4	- 5,0	8,5	0,2	- 0,3	.	8,4
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>72,4</i>	<i>27,7</i>	<i>79,8</i>	<i>1,9</i>	<i>1,2</i>	.	<i>82,9</i>
Oleinfuhrländer insgesamt							
1981	- 2,5	-173,7	- 13,2	1,8	3,5	- 13,8	- 21,7
1982	- 4,8	41,5	- 10,2	2,6	0,3	- 8,4	- 15,7
1983	- 1,6	- 60,7	13,0	8,4	- 3,8	3,6	21,2
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>902,8</i>	<i>344,5</i>	<i>217,9</i>	<i>29,0</i>	<i>13,4</i>	<i>45,0</i>	<i>305,3</i>
OPEC-Länder³							
1981	1,6	- 7,1	- 1,8	1,5	0,5	.	0,2
1982	0,4	2,2	- 11,6	0,7	0,2	.	- 10,7
1983	0,1	- 2,8	- 9,3	4,5	- 0,7	.	- 5,5
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>42,8</i>	<i>16,3</i>	<i>61,6</i>	<i>12,0</i>	<i>1,7</i>	.	<i>75,3</i>
Alle Länder							
1981	- 0,9	-180,8	- 15,0	3,3	4,0	- 13,8	- 21,5
1982	- 4,4	43,7	- 21,8	3,3	0,5	- 8,4	- 26,4
1983	- 1,5	- 63,5	3,7	12,9	- 4,5	3,6	15,7
<i>Stand Ende 1983</i>	<i>945,6</i>	<i>360,8</i>	<i>279,5</i>	<i>41,0</i>	<i>15,1</i>	<i>45,0</i>	<i>380,6</i>

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

einige der einkommensschwachen Länder dieser Gruppe ihre Reservenverluste vom vergangenen Jahr ganz oder teilweise wettzumachen: Die Nichtgoldreserven Ungarns nahmen 1983 um \$ 0,5 Mrd. zu, nachdem sie 1982 im selben Ausmaß gesunken waren; die der Türkei um \$ 0,3 Mrd. nach einem Rückgang von \$ 0,4 Mrd.; und die Jugoslawiens um \$ 0,2 Mrd. nach einer Abnahme 1982 um \$ 0,8 Mrd.

In der Gruppe der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer stiegen die gesamten Nichtgoldreserven trotz der Auslandsfinanzierungsschwierigkeiten, in denen sich viele dieser Länder befanden, 1983 um \$ 8,4 Mrd., nachdem sie in den vorangegangenen drei Jahren per saldo nicht zugenommen hatten. Diese gesamte Ausweitung bestand aus Aufstockungen der Devisenreserven. Grob gerechnet konzentrierten sich die Reservengewinne auf eine begrenzte Zahl asiatischer Länder ohne Nettoverschuldung gegenüber dem internationalen Bankensystem. Die Reserven Chinas

Ausgewählte Ländergruppen:
Verhältnis von Nichtgoldreserven zu Wareneinfuhren 1969–83



stiegen um \$ 3,5 Mrd., die Taiwans um \$ 3,3 Mrd. und jene Pakistans und Indiens um \$ 1 bzw. 0,6 Mrd. Die Philippinen hingegen verloren mit \$ 0,9 Mrd. mehr als die Hälfte ihrer Reserven. Die eindrucksvollste Entwicklung war sicherlich das Anwachsen der Reserven Mexikos um \$ 3,1 Mrd., wodurch die während der Krise von 1982 erlittenen Verluste ausgeglichen wurden. Von den übrigen Ländern Lateinamerikas verzeichneten Brasilien und Chile geringfügige Reservengewinne, aber die Reserven Kolumbiens und Argentinens nahmen um \$ 2 bzw. 1,3 Mrd. ab.

Sowohl in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern Asiens als auch Lateinamerikas verbesserte sich das Verhältnis von Reserven zu Einfuhren im vergangenen Jahr, aber jeweils aus verschiedenen Gründen. In Asien, wo die Quote von etwa 25 auf fast 30% stieg, war die Verbesserung vor allem auf Reservengewinne zurückzuführen. In Lateinamerika, wo die äußere Liquiditätslage weiterhin sehr angespannt blieb, verbesserte sich dennoch 1983 das Verhältnis von Reserven zu Einfuhren viel stärker, nämlich von 21,8 auf über 30%. Aber mit Ausnahme der großen Reservengewinne Mexikos beruhte diese Verbesserung auf weiteren Kürzungen der Einfuhren in einem Ausmaß, das langfristig nicht tragbar ist. Ein aussagefähigerer Indikator der externen Liquiditätslage in Lateinamerika ist das Verhältnis von Reserven zur Auslandsverschuldung; in den meisten lateinamerikanischen Ländern blieb diese Relation 1983 trotz des eingeschränkten Zugangs zu internationalen Bankkrediten sehr niedrig.

Ausgewählte Ländergruppen: Verhältnis von Nichtgoldreserven zur
Auslandsverschuldung gegenüber Banken 1978–83¹

Ländergruppen	Verhältnis von Reserven zur Verschuldung bis 1 Jahr	Verhältnis von Reserven zur gesamten Verschuldung
	zum Periodenende, in Prozent	
Entwickelte Länder außerhalb des BIZ-Berichtsgebiets		
1978	89,1	36,5
1979	92,8	35,0
1980	83,7	31,8
1981	66,3	26,5
1982	59,1	23,9
1983 Juni	53,0	21,4
Nicht-OPEC-Entwicklungsländer²		
1978	109,2	45,6
1979	96,7	41,2
1980	68,3	32,0
1981	56,7	26,7
1982	48,9	22,8
1983 Juni	53,7	24,6
<i>davon:</i>		
<i>Lateinamerika</i>		
1978	85,2	31,1
1979	76,6	29,4
1980	47,6	20,9
1981	35,3	15,5
1982	20,5	9,0
1983 Juni	21,8	9,5
<i>Übrige Nicht-OPEC-Entwicklungsländer</i>		
1978	140,7	72,4
1979	124,2	62,1
1980	101,1	53,0
1981	92,1	48,8
1982	96,7	49,6
1983 Juni	108,5	54,3

¹ Verschuldung gegenüber Banken im BIZ-Berichtsgebiet.

² Ohne Offshore-Finanzplätze.

Die von OPEC-Ländern berichteten Nichtgoldreserven nahmen 1983 – nach Verlusten von \$ 10,7 Mrd. im Jahr davor – um weitere \$ 5,5 Mrd. ab. Die Daten über die Devisenreserven der OPEC-Länder sind jedoch unvollständig, da die letzten verfügbaren Zahlen für Iran und Irak aus dem Jahr 1980 bzw. 1977 stammen. Das gemeinsame Leistungsbilanzdefizit der OPEC-Länder weitete sich 1983 nur geringfügig aus, aber seine Verteilung auf die verschiedenen Länder veränderte sich merklich. Die Leistungsbilanz der Länder mit „niedriger Absorptionsfähigkeit“ kehrte sich von einem Überschuß in ein Defizit um, während das Defizit der Länder mit „hoher Absorptionsfähigkeit“ durch inländische Anpassungsprogramme gesenkt wurde. Da aber die „absorptionsschwachen“ Länder problemlos Kredite bei den internationalen Banken aufnehmen konnten, schlug sich die Leistungsbilanzverschlechterung nur zum Teil in den Reservenbewegungen nieder.

Von den Ländern mit niedriger Importaufnahmefähigkeit meldete Saudi-Arabien 1983 eine Abnahme seiner Nichtgoldreserven um \$ 2,3 Mrd., was etwas weniger als im vorangegangenen Jahr war. In Kuwait hingegen sanken die Nichtgoldreserven um \$ 0,7 Mrd., nachdem sie 1982 um \$ 1,8 Mrd. zugenommen hatten. Die

verringerten Leistungsbilanzdefizite der „absorptionsstarken“ OPEC-Länder führten 1983 zu kleineren Reservenverlusten als 1982. Der Rückgang der Nichtgoldreserven Nigerias und Algeriens schwächte sich von einem Jahr zum andern von \$ 2,3 bzw. 1,3 Mrd. auf nur noch \$ 0,6 bzw. 0,5 Mrd. ab. Indonesien und Venezuela, die 1982 Reservenverluste von \$ 1,9 bzw. 1,6 Mrd. verzeichneten, fügten ihren Reserven im vergangenen Jahr \$ 0,6 bzw. 1 Mrd. hinzu.

Was die *Anlage von Devisenreserven* auf den einzelnen Märkten und in den verschiedenen Währungen betrifft, so nahmen 1983 die statistisch erfaßten offiziellen ausländischen Dollarbestände in den USA um \$ 6,4 Mrd. zu, während die Devisenreserven, die am Euromarkt und auf den nationalen Märkten außerhalb der USA angelegt wurden, insgesamt einen weiteren Rückgang um \$ 7,2 Mrd. aufwiesen. Die Verringerung der außerhalb der USA plazierten offiziellen Devisenreserven setzte sich jedoch nur bis zur Jahresmitte fort. Vor allem die offiziellen Euroeinlagen wurden im zweiten Halbjahr 1983 um \$ 4,6 Mrd. aufgestockt, nachdem sie im ersten Halbjahr um \$ 10,5 Mrd. abgebaut worden waren, womit sich ihre Abnahme seit Ende 1980 auf \$ 52,7 Mrd. oder über 40% kumulierte. Überdies fand fast der gesamte \$ 1,3 Mrd. betragende Rückgang der auf nationalen Märkten außerhalb der USA angelegten Devisenreserven im ersten Halbjahr statt. Die Hauptursache für den Umschwung lag wahrscheinlich im Verhalten der OPEC-Länder. Im ersten Halbjahr 1983 wurden (offizielle wie private) OPEC-Einlagen bei Banken außerhalb der USA in Höhe von \$ 16,2 Mrd. abgezogen, während der Rückgang im zweiten Halbjahr mehr oder weniger zum Stillstand kam. Eine weitere Ursache war, daß die Reservengewinne der ölimportierenden Länder im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres wesentlich größer waren als im ersten Halbjahr.

Der Abzug offizieller Mittel vom Euromarkt betraf nur Dollareinlagen (– \$ 8,4 Mrd.), während der Bestand an Euroeinlagen in den übrigen Währungen zu laufenden Dollarkursen gerechnet um \$ 2,5 Mrd. und zu konstanten Wechselkursen um etwa \$ 5 Mrd. zunahm. Die Höherbewertung des Dollars gegenüber anderen Währungen im vergangenen Jahr war überdies für den Großteil der Abnahme der offiziellen Einlagen auf den nationalen Märkten außerhalb der USA verantwortlich. Im Gegensatz zu den Geschehnissen in den vorangegangenen zwei Jahren scheinen daher 1983 die Veränderungen in der Währungszusammensetzung der Devisenreserven keine zusätzliche Auftrieb Wirkung auf den Dollar ausgeübt zu haben. Die Zunahme der offiziellen Plazierungen im Nichtdollarsektor des Euromarkts war auf Euro-DM-Einlagen (fast \$ 4 Mrd. zu konstanten Dollarkursen) und Euro-Yen-Einlagen (\$ 1,3 Mrd.) beschränkt.

Wendet man sich der internationalen Liquiditätslage im Frühjahr 1984 zu, so können grob drei Ländergruppen unterschieden werden. Die erste Gruppe umfaßt eine Reihe von Industrieländern sowie die OPEC-Länder mit „niedriger Absorptionsfähigkeit“. Die internationale Liquidität dieser Länder ist zufriedenstellend. Sie verfügen derzeit über mehr als ausreichende offizielle Reserven, sie genießen eine sehr hohe internationale Kreditwürdigkeit, und ihre kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten stellen kein Problem dar, obwohl diese Verbindlichkeiten in sekundären Reservewährungsländern von den Behörden immer im Auge behalten werden müssen. Am entgegengesetzten Ende des Spektrums befindet sich die zweite Gruppe,

Struktur der Anlage von Devisenreserven 1981–83

	Mittelfluß				Stand Ende 1983
	1981	1982	1. Halbjahr 1983	2. Halbjahr 1983	
Milliarden US-Dollar					
1. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern ¹ , Kanada und Japan:					
a) auf den nationalen Märkten	- 1,4	- 3,8	- 1,2	- 0,1	10,9
Deutsche Mark	- 1,6	- 0,8	- 0,4	- 0,5	1,5
Schweizer Franken	1,1	- 1,3	- 0,4	-	1,0
Yen	0,8	- 0,4	- 0,5	0,2	4,7
Pfund Sterling	- 0,9	- 0,1	0,2	0,2	2,2
Französischer Franken	- 0,8	- 0,2	0,1	- 0,1	0,5
Sonstige Währungen	-	- 1,0	- 0,2	0,1	1,0
b) auf den Euromärkten	-17,6	-24,6	-10,5	4,6	74,3
Dollar	- 8,7	-12,3	-11,0	2,6	50,5
Deutsche Mark	- 5,4	- 6,9	0,5	1,5	13,9
Schweizer Franken	- 1,1	- 3,0	- 0,4	- 0,1	3,6
Yen	-	- 0,8	0,6	0,8	2,5
Pfund Sterling	- 1,1	- 0,6	0,2	- 0,3	0,4
Französischer Franken	- 0,8	- 1,4	-	- 0,1	0,3
Sonstige Währungen	- 0,5	0,4	- 0,4	0,2	3,1
2. Einlagen bei bestimmten Offshore- Niederlassungen von US-Banken ²	- 0,6	- 1,8	- 0,1	0,2	3,3
Gesamtbetrag 1 + 2	-19,6	-30,2	-11,8	4,7	88,5
davon: Dollar	- 9,2	-14,0	-10,9	2,9	53,4
Sonstige Währungen	-10,4	-16,2	- 0,9	1,8	35,1
3. In den USA gehaltene und statistisch erfaßte Devisenreserven (= gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen), ohne Dollarswaps gegen ECU	4,9	2,8	1,8	4,6	163,6
4. Sonstige	- 0,3	5,6	1,0	3,4	27,4
Gesamte Devisenreserven	-15,0	-21,8	- 9,0	12,7	279,5

Anmerkung: Einschl. 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.

die jene Länder vor allem Lateinamerikas und Afrikas umfaßt, deren internationale Liquiditätsposition eindeutig unzureichend ist. Sowohl ihre derzeitigen Reserven als auch ihre Kreditwürdigkeit auf den internationalen Märkten sind sehr gering, und darüber hinaus weisen sie ungünstige Relationen von Reserven zu Einfuhren bzw. zur Verschuldung auf. Zwischen diesen beiden Gruppen befinden sich die übrigen Länder der Welt. In vielen von ihnen ist derzeit das Verhältnis von Reserven zur Verschuldung verglichen mit früheren Werten ungünstig; dennoch bleibt ihre internationale Kreditwürdigkeit dadurch unbeeinträchtigt, so daß ihre gegenwärtige Liquiditätssituation als ausreichend bezeichnet werden kann, obwohl einige dieser Länder durch eine weitere Ausweitung ihrer Auslandsverschuldung gefährdet werden könnten.

In dieser Situation trägt das US-Leistungsbilanzdefizit Quartal für Quartal – zumeist in liquider Form – beträchtlich zur Aufstockung der Nettoforderungen der übrigen Welt an die USA bei. Bisher hat das US-Defizit zu keiner bedeutenden

Erhöhung der offiziellen Reserven der restlichen Welt geführt, da es hauptsächlich durch private Kapitalzuflüsse finanziert wurde. Sollten sich die privaten Kapitalzuflüsse in die USA verringern oder umkehren, so würde es ipso facto zu beträchtlichen Zuwächsen bei den offiziellen Reserven der restlichen Welt kommen. Erstens würden Devisenmarktinterventionen zur Vergrößerung der Dollarreserven der Industrieländer, auch jener der sekundären Reserveländer, führen, und zweitens würde sich die Liquidität des internationalen Bankensystems ausweiten, was einen Anstieg der geborgten Währungsreserven jener Länder wahrscheinlich machen würde, deren Verschuldungsfähigkeit nach wie vor intakt ist. Demgegenüber werden die Auswirkungen des US-Defizits auf die Liquiditätsslage der schwerstverschuldeten Länder mit schwierigem Zugang zu neuen Bankkrediten begrenzt bleiben. Eine durchschlagende Verbesserung ihrer Liquiditätsslage muß von einer Wiederherstellung haltbarer Leistungsbilanzrelationen und der Wiedergewinnung ihrer internationalen Kreditwürdigkeit ausgehen.

VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Finanzhilfe für Zentralbanken

Der letztjährige Bericht befaßte sich mit den Finanzhilfen der BIZ für eine Reihe von Zentralbanken – Finanzhilfen, die über die bisher gekannten Größenordnungen hinausgingen und über die in der Öffentlichkeit ausführlich berichtet wurde. Das Berichtsjahr brachte eine weitgehende Reduzierung dieser Aktivitäten: Sämtliche im letzten Jahr erwähnten Kredite sind bis Ende November zurückgezahlt worden. Bekanntlich waren alle diese Fazilitäten mit Unterstützung einer unterschiedlich großen Anzahl von Zentralbanken ausdrücklich zu dem Zweck gewährt worden, einigen Zentralbanken Überbrückungshilfen zu gewähren, die sich – in Zusammenhang mit den Ereignissen, die man als „erste akute Phase der internationalen Verschuldungskrise“ bezeichnen könnte – schwerwiegenden Liquiditätsproblemen gegenübersehen.

Die folgende Zusammenfassung vervollständigt somit die Ausführungen des vorigen Jahresberichts zu diesem Thema. Sie beschränkt sich auf die Sonderfazilitäten, die aus der Zusammenarbeit mehrerer Zentralbanken resultierten, und läßt die routinemäßigen Kreditgeschäfte der Bank, die sie im eigenen Namen, auf ihr eigenes Risiko und gewöhnlich mit geringer oder ganz ohne Publizität durchführt, ausser acht.

Im August 1982 war der Bank von Mexiko eine Fazilität von US-\$ 925 Mio. – auszahlbar in drei Tranchen – eingeräumt worden, parallel zu einem Kredit in gleicher Höhe, den die Währungsbehörden der USA direkt zur Verfügung stellten; die BIZ hatte für diese Operation die Unterstützung einer großen Zahl von Zentralbanken. Die von den mexikanischen Behörden verfolgte Politik, die in den Rahmen eines in enger Zusammenarbeit mit dem IWF entwickelten Stabilisierungsprogramms gestellt war, trug zu einem kräftigen Umschwung der mexikanischen Handelsbilanz bei, die damit wieder Überschüsse aufwies. Diese Entwicklung verbesserte zusammen mit der Verfügbarkeit von IWF-Geldern die außenwirtschaftliche Zahlungsfähigkeit der Bank von Mexiko derart, daß sie ohne Schwierigkeiten in der Lage war, zunächst eine begrenzte Sondertilgung an die BIZ zu leisten und anschließend den noch offenen Betrag ihrer Verpflichtungen zum Fälligkeitstermin im August 1983 abzulösen.

Die Überbrückungsfazilität zugunsten der Zentralbank von Brasilien betrug zusammengenommen US-\$ 1 450 Mio. und war mit Unterstützung einer großen Gruppe von Zentralbanken sowie der amerikanischen Währungsbehörden gewährt worden. Die ersten Rückzahlungen erfolgten noch vor dem Ende des letzten Geschäftsjahres der Bank. Als es jedoch Brasilien nicht gelang, die vom IWF gesetzten Ziele zu erfüllen, und infolgedessen die Auszahlung der IWF-Kreditmittel ausgesetzt wurde, teilte die Zentralbank der BIZ mit, daß sie einige der folgenden Tilgungsraten nicht zu den festgesetzten Terminen würde leisten können. Da es einerseits schwierig war, vor Abschluß der laufenden Verhandlungen der brasiliani-

schen Behörden mit dem IWF neue Termine zu setzen, und andererseits die Bank einem unbegrenzten Hinausschieben der Tilgungsverpflichtungen der Zentralbank nicht formal zustimmen wollte, entschied sie, keine formelle Verlängerung der Tilgungsfristen zu gewähren, dennoch aber nicht auf die beteiligten Zentralbanken zurückzugreifen, um sie aus ihren Garantien in Anspruch zu nehmen. Bei dieser Entscheidungsfindung wurden ermutigende Berichte des Währungsfonds über Fortschritte in den laufenden Verhandlungen in Rechnung gestellt. Ende November, dem ursprünglichen Fälligkeitsdatum der letzten Rate, waren dann aber die Verhandlungen abgeschlossen, und der IWF sah sich in der Lage, die Auszahlungen an Brasilien wiederaufzunehmen. Damit konnte die brasilianische Zentralbank die Rückzahlung des Überbrückungskredits der BIZ – trotz der während der Laufzeit der Fazilität aufgetretenen Schwierigkeiten bei der Einhaltung der Fälligkeitstermine einzelner Raten – rechtzeitig zum Ende der Laufzeit abschließen.

Die Fazilität über US-\$ 500 Mio. zugunsten der Jugoslawischen Nationalbank wurde ebenfalls von einer Gruppe von Zentralbanken getragen, zu der auch die Währungsbehörden der USA gehörten. US-\$ 300 Mio. wurden recht zügig ausbezahlt; doch die Bedingungen für die Auszahlung der verbleibenden US-\$ 200 Mio. konnten erst Mitte September erfüllt werden, als Probleme in Zusammenhang mit Negativklauseln für Goldsicherheiten gelöst waren. Das Zusammentreffen zwischenstaatlicher Kredite mit Auszahlungen von IWF-Mitteln setzte die Nationalbank in die Lage, die Fazilität bis Mitte November vollständig zurückzuzahlen.

Die Tatsache, daß alle 1982/83 vereinbarten Sonderfazilitäten entweder ohne Inanspruchnahme ausliefen (Argentinien) oder im Verlauf des Kalenderjahres 1983 zurückgezahlt wurden, besagt keineswegs, daß die internationalen Verschuldungsprobleme gelöst wären oder daß die BIZ an ihrer Lösung kein Interesse mehr hätte. Sie weist allerdings darauf hin, daß diese Art der „Ersten-Hilfe“-Leistung, wie die Interventionen der BIZ charakterisiert werden können, nicht mehr länger erforderlich ist. Wie in den Schlußbemerkungen zu diesem Bericht hervorgehoben wird, müssen nunmehr Lösungen gefunden werden, die Vertrauen in die längerfristige Entwicklungsfähigkeit der Volkswirtschaften der Schuldnerländer schaffen und die Bereitstellung von finanziellen Mitteln angemessener Laufzeit sicherstellen. Diese Ziele lassen sich nicht durch Einschaltung der BIZ realisieren; insbesondere können ihre Mittel, die dem Charakter nach eindeutig ein liquides Element der Reserven der Zentralbanken bilden, nicht in mittel- oder langfristigen Ausleihungen festgelegt werden. Innerhalb gewisser Grenzen und bei geeigneter Sicherstellung kann die Bank jedoch eine indirekte Rolle übernehmen und den IWF bei der Erfüllung seiner Aufgaben – Einleitung von strukturellen Anpassungsmaßnahmen und Gewährung von Finanzhilfen für Stabilisierungsprogramme – unterstützen.

In diesem Zusammenhang mag daran erinnert werden, daß die BIZ dem IWF 1981 mit Unterstützung von zehn Zentralbanken im Rahmen eines größeren IWF-Finanzierungsprogramms einen Beistandskredit über insgesamt SZR 675 Mio. einräumte. Diese Fazilität war darauf abgestellt, dem Fonds im Vorgriff auf den Abschluß der achten Quotenüberprüfung bei der Überbrückung einer möglichen Finanzierungslücke zu helfen. Sie ist voll genutzt worden, und alle Ziehungen sind spätestens bis Januar 1985 zurückzuzahlen.

Die Aussicht auf eine starke Zunahme der Kreditgewährung des IWF im Rahmen der Politik des „erweiterten Zugangs“, bei der die eigenen Finanzmittel des Fonds durch geliehene Mittel ergänzt werden, hatte die Kluft zwischen den erwarteten Ausleihungen des Fonds und den ihm zur Verfügung stehenden geliehenen Mitteln ausgeweitet. Um diese sogenannte Zusage zu schließen, hat der Fonds erneut auf Kreditaufnahmen bei Währungsbehörden zurückgegriffen. Einmal mehr stand die BIZ nicht nur im Brennpunkt der Diskussionen zwischen den Zentralbanken der industrialisierten Länder, sondern war auch institutionell Partner des Fonds in einer größeren Kreditvereinbarung. Siebzehn Zentralbanken beteiligten sich zusammen mit der BIZ an einer Fazilität über SZR 2 505 Mio., wobei die Währungsbehörden zweier anderer Länder noch SZR 495 Mio. auf bilateraler Basis zur Verfügung stellten, insgesamt also ein Betrag von SZR 3 Mrd., der durch eine gleich hohe Zusage der saudiarabischen Währungsbehörde ergänzt wurde. Die BIZ-Fazilität steht für Ziehungen des Fonds in einem Zeitraum von zwölf Monaten, beginnend am 30. April 1984, zur Verfügung; alle Ziehungen müssen innerhalb von zweieinhalb Jahren nach ihrer Auszahlung getilgt werden.

2. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

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 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. Die Bank betreut auch 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 sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllte sie weiterhin 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 die 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 wirtschaftliche Zusammenarbeit – EWG-Organen, 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) zu behandeln waren, 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 1983 zu den wirtschaftspolitischen Auswirkungen der Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den EG-Ländern.

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1983/84 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 1983/84 galt ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – der Verwaltung des am 13. März 1979 in Kraft getretenen EWS. Zu den zentralen Aufgaben gehörten:

- die Überwachung der ordnungsgemäßen Anwendung des Regelwerks des Systems;
- die Untersuchung bestimmter Aspekte der Arbeitsweise des Systems, insbesondere Interventionstechniken und Realignment-Verfahren, im Anschluß an die Neufestsetzung der Leitkurse im März 1983;
- die Verbesserung der Koordinierung der Wechselkurs- und Geldpolitik der EG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS.

Darüber hinaus beschäftigte sich der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten im März 1984 damit, eine Einschätzung der Erfahrungen mit dem EWS in den ersten fünf Jahren zu erarbeiten, und begann eine Studie über die Probleme in Zusammenhang mit Aktivitäten der EG-Zentralbanken auf privaten ECU-Märkten.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute aus den Zentralbanken der Zehnergruppe, für den die Bank weiterhin Sekretariatsfunktionen erfüllt hat, widmete einen großen

Teil seiner Arbeit der Beschäftigung mit speziellen Telekommunikationsnetzen für die Verarbeitung von Finanz- und Zahlungsinformationen. Die besondere Aufmerksamkeit des Ausschusses galt der Erfassung und Analyse der Sicherheits- und Kompatibilitätsprobleme, die eine weitere Verbreitung von Netzwerken dieser Art innerhalb des Bankensektors mit sich bringen könnte. Darüber hinaus begann der Ausschuss mit einer Untersuchung möglicher Auswirkungen der zunehmenden Verbreitung dezentralisierter Datenverarbeitung auf die Zentralbanken.

Die Bank stellt auch das Sekretariat für den Ausschuss der Zahlungsverkehrsexperten. Während des Berichtsjahres setzte diese Gruppe ihre Arbeit auf zwei Gebieten fort. Erstens wurde eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um den Austausch wichtiger Informationen über die derzeit in den meisten Zehnergruppenländern stattfindenden Entwicklungen auf dem Gebiet der Zahlungsmittel und -systeme innerhalb der Zentralbanken zu fördern. Zweitens begann sie mit einer Analyse der Interbankbeziehungen auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs, wobei die Hauptaufmerksamkeit zunächst den Risikoaspekten galt. Schließlich begann sie mit der Revision des Buches „Payment Systems in Eleven Developed Countries“.

Die Zentralbanken der Zehnergruppe erzielten im vergangenen Jahr weitere Fortschritte im Ausbau ihrer statistischen Berichterstattung an die BIZ-Datenbank. Über eine beträchtliche Zunahme der makroökonomischen Daten hinaus gab es kontinuierliche Verbesserungen bei der automatischen Übermittlung von Euromarktzahlen. Unter der Leitung der Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen, für die die BIZ Sekretariatsaufgaben erfüllt, ist eine Überprüfung der einzelnen Einrichtungen zur Datenübertragung über Telekommunikationsverbindungen an die EDV-Zentrale der BIZ im Gang. Im Vorgriff auf den künftigen vollen Einsatz der Datenbank wurde den Fragen der Rechtzeitigkeit und der Qualitätskontrolle der Datenübertragungen – zwei der Hauptaufgaben des Projekts im Rahmen der Entwicklung zweckmäßiger Dienstleistungen für die teilnehmenden Zentralbanken – besondere Aufmerksamkeit gewidmet.

3. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1984 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

Die Bilanzsumme per 31. März 1984	
betrug	GFr. 21 276 333 080
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 20 357 855 817
Dies bedeutet eine Zunahme um	GFr. 918 477 263

Ohne den Rückgang des Goldfrankenwerts der meisten Währungen (ohne US-Dollar) wäre diese Zunahme etwas stärker ausgefallen.

* 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.

Im Verlauf des Jahres blieb die Bilanzsumme sehr stabil und bewegte sich allgemein zwischen GFr. 21 und 22 Mrd. Sie erreichte allerdings einen Höchstwert von GFr. 22 568 Mio. per 31. Dezember 1983 und fiel per 31. Januar 1984 auf einen Tiefstwert von GFr. 20 868 Mio. Abgesehen von dem scharfen Rückgang zwischen diesen beiden Daten waren die monatlichen Schwankungen gering. Bezogen auf die gesamte Bilanzsumme erhöhten sich die in Währungen gehaltenen Mittel (d.h. ausgenommen die Goldbestände) geringfügig von 74,6% am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres auf 76,4%.

Wie die folgende Tabelle zeigt, waren die Veränderungen der Bilanzsumme am Ende der letzten drei Geschäftsjahre (1982–84) gering, während die Bewegungen in den Jahren 1980 und 1981 sehr viel ausgeprägter gewesen waren.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf 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	
1984	21 276	+ 918	+ 5	

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- 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 verschiedenen Einlegern verwahrte Gold. Dieser Posten belief sich am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres auf GFr. 1 232 Mio., verglichen mit GFr. 1 641 Mio. am 31. März 1983 (Rückgang: GFr. 409 Mio.) und GFr. 1 290 Mio. am 31. März 1982.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf 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
1984	1 088	19 805	383	21 276

A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva

a) **Eingezahltes Kapital** GFr. 295 703 125

Das genehmigte Kapital ist mit GFr. 1500 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. 20,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1983/84 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 477 552 793
verglichen mit vorher GFr. 457,2 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

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

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 30,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1983/84 GFr. 263 330 236
verglichen mit vorher GFr. 232,7 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1983/84 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 792 483 397
verglichen mit vorher GFr. 741,5 Mio. (Erhöhung: GFr. 51 Mio. gegenüber GFr. 50 Mio. jeweils am Ende der vorangegangenen drei Geschäftsjahre).

c) **Verschiedenes** GFr. 366 213 911

verglichen mit vorher GFr. 317,8 Mio. (Zunahme: GFr. 48,4 Mio).

d) **Gewinn- und Verlustrechnung**

(vor Gewinnverwendung) GFr. 67 492 877

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1983/84.

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. 16 492 877 (Vorjahr: GFr. 15 826 173) für die am 1. Juli 1984 zu zahlende Dividende von sfr 145 je Aktie vor; die Dividendensumme erscheint auf der Passivseite der Bilanz. Die Dividende je Aktie in Schweizer Franken für das Geschäftsjahr 1982/83 hatte sfr 135 betragen.

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
	1983	1984	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	18474	19178	+ 704
Einlagen von anderen Einlegern	513	627	+ 114
Zusammen	18987	19805	+ 818

Die Zunahme der verfügbaren Mittel spiegelt den Zugang von Einlagen sowohl von Zentralbanken als auch „von anderen Einlegern“ wider. Der Anstieg der Einlagen von Zentralbanken entspricht der Differenz zwischen Nettozuflüssen von Währungseinlagen und einem Rückgang der Goldeinlagen. Das Wachstum der „Einlagen von anderen Einlegern“ ergab sich aus dem Erhalt neuer Mittel von internationalen Organisationen, während kurzfristige Kreditaufnahmen an den Märkten zurückgezahlt wurden. Am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres hatten Kreditaufnahmen an den Märkten einen vergleichsweise großen Anteil am Mittelaufkommen „von anderen Einlegern“.

Am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres entfielen 96,8% der gesamten Fremdmittel auf Einlagen von Zentralbanken, verglichen mit 97,3% am 31. März 1983.

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
	1983	1984		1983	1984		1983	1984	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht	4355	4225	- 130	1096	346	- 750	5451	4571	- 880
Bis zu 3 Monaten	145	141	- 4	12049	13679	+1630	12194	13820	+1626
Mehr als 3 Monate	-	-	-	1342	1414	+ 72	1342	1414	+ 72
Zusammen ..	4500	4366	- 134	14487	15439	+ 952	18987	19805	+ 818

Die Sichteinlagen sind – sowohl in Gold als auch in Währungen – zurückgegangen. Die Termineinlagen in Währungen, insbesondere diejenigen mit einer

Restlaufzeit bis zu drei Monaten, zeigten einen deutlichen Anstieg. Tatsächlich war die Zunahme dieses Postens für die Gesamtzunahme der Fremdmittel verantwortlich.

Als Ergebnis der Entwicklung der in vorstehender Tabelle aufgeführten unterschiedlichen Positionen kann festgehalten werden, daß am Ende des Geschäftsjahres 1983/84

- der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln bei 22% lag, verglichen mit 23,7% ein Jahr zuvor, während die Währungseinlagen 78% ausmachten (Vorjahr: 76,3%);
- die Sichteinlagen 23,1% der gesamten Einlagen ausmachten, verglichen mit 28,7% am Ende des letzten Geschäftsjahres, während der Anteil der Termineinlagen bei 76,9% lag (Vorjahr: 71,3%).

a) Goldeinlagen GFr. 4 366 219 991

In dieser Position ergaben sich eine vergleichsweise starke Abnahme der Sichteinlagen und ein erheblich geringerer Rückgang der Termineinlagen.

b) Währungseinlagen GFr. 15 439 219 779

Diese Position erhöhte sich um GFr. 952 Mio. (6,6%), während sie im vorangegangenen Geschäftsjahr um 10,7% zugenommen hatte.

Wie zuvor erwähnt, ging der weitere Anstieg ausschließlich auf die Erhöhung der Termineinlagen zurück. Die Sichteinlagen, die zum Ende des Geschäftsjahres 1982/83 einen deutlichen Anstieg verzeichnet hatten, lagen am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres auf einem erheblich niedrigeren Niveau.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1983		1984			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold	5 184		5 049		- 135	
Währungen	17	5 201	11	5 060	- 6	- 141
Schatzwechsel						
Währungen		474		757		+ 283
Terminguthaben und Kredite						
Gold	21		19		- 2	
Währungen	12 751	12 772	13 513	13 532	+ 762	+ 760
Sonstige Wertpapiere						
Währungen		1 884		1 909		+ 25
Zusammen						
Gold	5 205		5 068		- 137	
Währungen	15 126	20 331	16 190	21 258	+ 1 064	+ 927

a) Gold GFr. 5 049 253 599

Diese Position ging um GFr. 135 Mio. zurück. Die Veränderung ergab sich ausschließlich aus einer Abnahme der Kassenmittel. Einige am Markt angelegte Goldbestände wurden zurückgezahlt.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 10 911 458
 verglichen mit vorher GFr. 16,5 Mio.

c) Schatzwechsel GFr. 756 966 277
 Dieser Bestand erhöhte sich um GFr. 283 Mio., was hauptsächlich auf den Erwerb von US-Schatzwechseln zurückzuführen war.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 13 532 492 317
 verglichen mit vorher GFr. 12 772 Mio. (Zunahme: GFr. 760 Mio.).

Während im vorangegangenen Geschäftsjahr ein außergewöhnlicher Anstieg der verschiedenen Zentralbanken gewährten Fazilitäten zu verzeichnen gewesen war, ergab sich im Berichtsjahr ein erheblicher Rückgang. Tatsächlich wurden, wie am Anfang dieses Kapitels erwähnt, die wesentlichen von der Bank eingeräumten Kredite im Verlauf dieses Geschäftsjahres zurückgezahlt.

e) Sonstige Wertpapiere GFr. 1 908 883 064
 Dies entspricht einem geringen Anstieg gegenüber dem Vorjahr (GFr. 1 884 Mio.).

In der Zusammensetzung des Portefeuilles ergaben sich jedoch verschiedene Änderungen, wobei der Bestand an US-Schatzpapieren zunahm, während die von Banken in den USA begebenen Einlagenzertifikate sowie Wertpapiere des öffentlichen Sektors abgebaut wurden.

In der folgenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ (in Währungen und Gold) und „Sonstige Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“

Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1983	1984	
Millionen Goldfranken			
Bis zu 3 Monaten	11 275	12 521	+ 1 246
Mehr als 3 Monate	3 381	2 920	- 461
Zusammen	14 656	15 441	+ 785

Die Entwicklung dieser beiden Arten von Anlagen verlief ähnlich wie im vorangegangenen Geschäftsjahr, wobei der Bestand an Anlagen mit einer Restlaufzeit bis zu drei Monaten deutlich zunahm, während die längerfristigen Anlagen zurückgingen. Diese Bewegungen beruhten auf Veränderungen der Laufzeiten sowohl bei den „Terminguthaben und Krediten“ als auch den „Sonstigen Wertpapieren“.

Die Aktiva mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten machten 81,1% der Gesamtanlagen zum Ende des Geschäftsjahres 1983/84 aus, verglichen mit 76,9% zum Ende des Geschäftsjahres 1982/83; auf die längerfristigen Transaktionen entfielen 18,9% (Vorjahr: 23,1%).

f) Verschiedenes GFr. 17 826 364
verglichen mit vorher GFr. 26,5 Mio. Die Abnahme, die deutlich geringer war als 1983, beruhte wiederum auf verschiedenen buchungstechnischen Anpassungen.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 40 251 531
verglichen mit einem zuvor ebenfalls negativen Saldo von GFr. 43 Mio.

Die kleine Differenz beruhte vornehmlich auf dem Fälligwerden von mit Zentralbanken abgeschlossenen Swapgeschäften von (per Kasse erhaltenem) Gold gegen Währungen.

4. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1984 abgelaufene 54. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 67 934 268 ab (im Vorjahr: GFr. 66 643 810). Das verbesserte Ergebnis im Berichtsjahr spiegelt das größere Volumen der der Bank zu Anlagezwecken zur Verfügung stehenden Mittel wider, wohingegen die Rendite der in Währungen gehaltenen eigenen Mittel der Bank etwas niedriger lag als 1982/83.

Der Geschäftsertrag wird abzüglich der GFr. 15 354 329 betragenden Verwaltungskosten ausgewiesen, die sich im Jahr davor auf GFr. 15 869 433 belaufen hatten; die Abnahme 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 geringfügig.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 441 391 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von GFr. 67 492 877 gegenüber GFr. 65 826 173 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. 67 492 877 wie folgt zu verwenden:

1. GFr. 16 492 877 zur Zahlung der Dividende von sfr 145 je Aktie;
2. GFr. 20 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. GFr. 30 600 000 – 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 1984 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1984 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 1984 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

Im Geschäftsjahr 1983/84 hat die Bank für die Bedienung der einzigen noch umlaufenden Anleihe, der lfr. 100 000 000 5¼% Gesicherten Anleihe (15. Serie) 1961–86, – entsprechend einem Nominalbetrag von GFr. 977 000 zum Umrechnungskurs per Ende März 1984 – Zahlungen im Gegenwert von rund GFr. 11 000 für Zinsen und von rund GFr. 67 000 für Tilgungen entgegengenommen; das noch nicht getilgte Kapital hat sich daher bis zum Ende des Geschäftsjahres auf den Gegenwert von ungefähr GFr. 144 000 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 zwei Funktionen zu erfüllen: einmal Aufgaben in Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des

EWS; zum anderen besorgt sie die finanzielle Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen, die für Zwecke der Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder aufgenommen wurden.

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 1983–31. März 1984 beliefen sich diese Interventionen insgesamt auf über ECU 5 Mrd.;
 - die 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 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 1984 hatte der Fonds auf diese Weise mehr als ECU 52 Mrd. ausgegeben; das entsprach, zum Kurs an dem genannten Stichtag, einem Betrag von etwa US-\$ 45 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 die Nettositionen dieser Zentralbanken in ECU und im Rahmen von freiwilligen Übertragungen zwischen den EWS-Zentralbanken. Im Berichtszeitraum beliefen sich diese Überweisungen brutto auf einen Gesamtbetrag von fast ECU 3 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 und März 1981 beschloß, hat die Bank hauptsächlich

- über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat, Zahlungen auszuführen, die mit diesen Anleihe- und Darlehenstransaktionen 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 Anleihe- 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 1983/84 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds von Frankreich und Italien die fälligen Zins- und Provisionszahlungen für die ausstehenden Kredite erhalten und auf die Anleihegläubiger der Gemeinschaft verteilt. Der größere Teil der von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft 1976 und 1977 aufgelegten Anleihen war bis zum 31. März 1984 getilgt. Von den ursprünglichen Begebungen über insgesamt US-\$ 1,6 Mrd. und DM 0,5 Mrd. verblieb am genannten Stichtag nur noch ein ausstehender Betrag von US-\$ 300 Mio. Dieser Betrag, es handelt sich hierbei um die zweite, zu 7,75% verzinsten Tranche einer Anleihe von US-\$ 500 Mio., wurde am 1. Juni 1984 von Italien zurückgezahlt.

Aufgrund der Entscheidung des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 16. Mai 1983 und im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 682/81 für die Anpassung des Systems der Gemeinschaftsanleihen zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten gewährte die Gemeinschaft der Französischen Republik ein Darlehen über ECU 4 Mrd. oder den entsprechenden Gegenwert in anderen Währungen. Die vier finanziellen Transaktionen in Verbindung mit diesem Kredit, die im Laufe der Monate Juli und August 1983 abgewickelt wurden, waren:

1. Begebung einer siebenjährigen variabel verzinslichen Schuldverschreibung (LIBOR + $\frac{1}{8}$ %) über US-\$ 1 800 Mio. auf dem Kapitalmarkt.
2. Begebung vierjähriger festverzinslicher Inhaberschuldverschreibungen (11%) im Betrag von US-\$ 350 Mio. auf dem Kapitalmarkt.
3. Begebung festverzinslicher Anleihen, lautend auf ECU, in Höhe von insgesamt ECU 150 Mio., aufgeteilt auf drei Tranchen:
 - ECU 80 Mio. für vier Jahre und 11 $\frac{1}{8}$ %,
 - ECU 40 Mio. für sieben Jahre und 11 $\frac{1}{4}$ %,
 - ECU 30 Mio. für zehn Jahre und 11 $\frac{1}{2}$ %.

4. Bankkonsortialkredit mit variabler Verzinsung (LIBOR + $\frac{3}{8}\%$) und einer Laufzeit von sieben Jahren über einen Gesamtbetrag von US-\$ 1 240 Mio. in zwei Raten (US-\$ 650 und 590 Mio.).

Als Ergebnis der Transaktionen in Zusammenhang mit dem Gemeinschaftsdarlehen von ECU 4 Mrd. belief sich der Gesamtbetrag der per 31. März 1984 im Rahmen der Verordnungen (EWG) Nr. 397/75 und Nr. 682/81 des Rates ausstehenden Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft auf ECU 150 Mio. und US-\$ 3 690 Mio.; abgesehen von den obenerwähnten US-\$ 300 Mio., die Italien zurückzahlen musste, betreffen diese Beträge die Transaktionen mit Frankreich.

7. Veränderungen im Verwaltungsrat

Herr Robert Leigh-Pemberton übernahm am 1. Juli 1983 von Lord Richardson of Duntisbourne das Amt des Gouverneurs der Bank von England und damit ex officio auch dessen Platz im Verwaltungsrat.

In der Verwaltungsratssitzung vom 12. Juli 1983 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Leigh-Pemberton gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten Lord Richardson of Duntisbourne in den Verwaltungsrat berufen hatte, um die Lücke zu schließen, die aufgrund des Eintritts von Lord O'Brien of Lothbury in den Ruhestand Ende Juni 1983 entstanden war. Der Vorsitzende brachte darüber hinaus die Befriedigung des Verwaltungsrats zum Ausdruck, daß Lord Richardson, der seit Juli 1973 ex officio Mitglied des Verwaltungsrats gewesen war, diesem weiterhin angehört. Die Berufung Lord Richardsons war ursprünglich für die am 6. Mai 1984 endende Amtszeit von Lord O'Brien erfolgt; in der Aprilsitzung wurde er jedoch von Herrn Leigh-Pemberton gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten für eine Periode von drei Jahren wiederernannt.

Herr Bengt Dennis, dessen Mandat im Verwaltungsrat am 31. März 1984 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 13. März 1984 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1987 in den Verwaltungsrat gewählt.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Emmanuel Monick am 23. Dezember 1983. Herr Monick war Gouverneur der Bank von Frankreich und von Oktober 1944 bis Januar 1949 ex officio Mitglied des Verwaltungsrats gewesen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in den meisten Industrieländern und die internationale Verschuldungssituation sind eindeutig die beiden Hauptprobleme, denen sich die Wirtschaftspolitik derzeit gegenüber sieht. Zugegebenermaßen haben beide Problemkreise in vieler Hinsicht unterschiedliche Ursachen und erfordern daher auch eigenständige Lösungen. Eine Gemeinsamkeit besteht jedoch darin, daß beide auf langfristige Entwicklungen zurückgehen und sich daher einem rasch eingeleiteten Gesundungsprozeß verschließen. Eines steht jedoch in jedem Falle fest: Keines der beiden Probleme ist ohne ein stetiges und angemessenes Wirtschaftswachstum in den westlichen Industrieländern dauerhaft zu lösen. Vielmehr würden beide ohne ein solches Wachstum höchstwahrscheinlich nicht mehr zu bewältigende Größenordnungen annehmen.

Eine positive Entwicklung hat sich im Verlauf des letzten Jahres immer deutlicher abgezeichnet: Die konjunkturelle Erholung hat in der Mehrzahl der OECD-Länder Tritt gefaßt. Das wichtigste Einzelziel für die Wirtschaftspolitik der westlichen Industrieländer sollte nun darin liegen, die Überleitung des Aufschwungs in ein dauerhaftes und ausgewogenes Wachstum sicherzustellen. Dabei sind beide Attribute von gleichermaßen entscheidender Bedeutung. Es sollte vermieden werden, daß die Wirtschaftserholung zu einem vorzeitigen Ende kommt; ebenso muß aber – ohne sie deshalb abrupt zu stoppen – gewährleistet sein, daß sie keine Entwicklung nimmt, die letztlich in eine noch tiefere und einschneidendere Rezession mündet als die gerade so mühsam überwundene. Denn wir sollten uns nicht täuschen: Konjunkturzyklen mit Erholungen und nachfolgenden Abschwüngen sind nach wie vor ein Charakteristikum der Marktwirtschaft; es ist jedoch ein großer Unterschied, ob die nächste Trendwende früher oder später kommt und ob es sich dabei um einen üblichen, unvermeidlichen und relativ kurzlebigen konjunkturellen Abschwung handelt oder ob einer Phase der Überhitzung ein um so tieferer Einschnitt folgt bzw. ob sie im schlimmsten Fall mit einer „Struktur“-Krise einhergeht.

Um sicherzugehen, daß keine dieser in hohem Maße schädlichen Entwicklungen eintritt, müssen drei eng miteinander verknüpfte Problembereiche besonders sorgfältig beobachtet werden: erstens das mögliche Wiederaufleben inflationärer Tendenzen; zweitens all die Entwicklungen, deren Auswirkungen die Kapitalbildung der Unternehmen behindern oder sie vorwiegend in arbeitssparende Investitionen gelenkt haben; drittens das Niveau der Dollarzinsen mit seinen Rückwirkungen auf Wachstum, Leistungsbilanzsalden, Wechselkurse und Auslandsverschuldung. Bei dem ersten Problembereich dürfte es sich um eine sehr weitverbreitete Besorgnis handeln. Der zweite hat für Europa größere Bedeutung als für die USA oder Japan, während der dritte zwar ebenfalls alle Länder betrifft, seine Bewältigung jedoch in der Verantwortung der USA liegt.

Die Inflationsraten sind in den meisten Industrieländern deutlich, in einigen sogar spektakulär gesunken. Als Folge davon liegen sie nunmehr in einer Reihe von

Ländern niedriger als im ersten Jahr des vorangegangenen Konjunkturaufschwungs und sind in einigen Staaten sogar auf den tiefsten Stand seit Mitte der sechziger Jahre gesunken. Allerdings scheint der Rückgang zum Stillstand gekommen zu sein, und es gibt direkte und indirekte Anzeichen dafür, daß die Inflationserwartungen die tatsächliche Preissteigerungsrate noch immer übertreffen. Jede neuerliche deutliche Beschleunigung des Preisanstiegs würde aus sich heraus und als Folge der notwendigen wirtschaftspolitischen Korrekturmaßnahmen das Fortdauern des Aufschwungs gefährden. Wie die Erfahrung immer wieder gezeigt hat, sollten die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen der Preisentwicklung gerade im jetzigen Konjunkturstadium, d.h. vorsorglich, Aufmerksamkeit schenken, um nicht zu einem späteren Zeitpunkt antiinflationäre Maßnahmen treffen zu müssen, die zwangsläufig hohe soziale Kosten verursachen.

Vorbeugende Wirtschaftspolitik heißt in erster Linie Beibehaltung der maßvollen Geldpolitik, die in jüngerer Zeit bei der Umkehr des Inflationstrends so gute Ergebnisse gezeigt hat. Vor dem Hintergrund der üblichen Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit im Konjunkturaufschwung sollte die Befriedigung der mit wachsender Produktion zunehmenden Geldnachfrage den geldpolitischen Instanzen kein unnötiges Kopfzerbrechen bereiten. Daher erscheint für Länder, die eine auf Geldmengenziele ausgerichtete Strategie verfolgen, weiterhin ein tendenzieller Rückgang des Wachstums der monetären Aggregate im Rahmen mittelfristiger Ziele gerechtfertigt. Eine solche Zielfestlegung würde auch die Entschlossenheit der Entscheidungsträger unterstreichen, ihre früheren Bemühungen fortzusetzen, und könnte so die Inflationserwartungen dämpfen.

Doch dies allein genügt nicht. Der Prozess der Desinflation ist bis vor kurzem in allen Industrieländern durch fallende Rohstoffpreise gefördert worden. Da sich diese Entwicklung nicht mehr fortsetzt, müssen die Industrieländer als Gruppe sich noch stärker als bisher auf die Mäßigung der intern ausgelösten Inflationimpulse konzentrieren. Der kritische Bereich ist dabei der Arbeitsmarkt. Wenn man vorliegenden Erfahrungen folgt, so ist eine gezielte Einkommenspolitik – abgesehen von den möglichen Leiteffekten einer maßvollen Lohnerhöhung im öffentlichen Sektor – kaum wirksam. Die Lohnindexierung sollte ad acta gelegt oder angepaßt werden; wo dies bereits geschehen ist, sollte jegliches Wiederaufleben unterbunden werden. Mit am vielversprechendsten, wenn auch am wenigsten publikumswirksam, könnten die politischen Maßnahmen sein, die auf die Beseitigung spezieller Engpässe abzielen, wie sie in den Industrien und Regionen mit dem schnellsten Wachstum voraussichtlich entstehen dürften. Die regionale und tätigkeitsbezogene Mobilität der Beschäftigten sollte erhöht werden, um gleichzeitig die Arbeitslosigkeit und ein mögliches Wiederaufleben der lohninduzierten Inflation zu bekämpfen.

Alle Studien des längerfristigen Wirtschaftsablaufs gelangen hinsichtlich der Entwicklung der Anlageinvestitionen in den Industrieländern im Verlauf der letzten zehn Jahre zu einer Reihe konvergenter Schlußfolgerungen. Erstens ist die Wachstumsrate der gesamten Investitionen dem Trend nach seit 1973 schrittweise zurückgegangen. Zweitens haben die höheren Energiekosten und in jüngster Zeit die erheblichen Verlagerungen in der internationalen Arbeitsteilung – die neugewonnene industrielle Leistungskraft einiger wichtiger Entwicklungsländer – zusammen mit

dem kumulierten Einfluß der Rezessionsjahre zu einer deutlichen Überalterung des Kapitalstocks geführt. Dem steht bisher keinerlei ausreichende Beschleunigung der Investitionen in den Wachstumsindustrien gegenüber. Drittens wurden die geringen verbleibenden Nettoinvestitionen infolge des kräftigen Anstiegs der Reallöhne und der Lohnnebenkosten zum größten Teil für Zwecke der Einsparung von Arbeitskräften verwendet. Insgesamt betrachtet besteht also nur eine schwache Hoffnung, auf der Grundlage des bestehenden Kapitalstocks, selbst bei einer höheren Kapazitätsauslastung, eine zufriedenstellende Beschäftigungsquote der Erwerbsbevölkerung zu erreichen.

In diesem Zusammenhang bereitet die Situation in Westeuropa besondere Sorgen. In Japan ist die Arbeitslosigkeit kein Problem von vergleichbarer Größe; in den USA ist sie – vermutlich unter dem gemeinsamen Einfluß seit zehn Jahren unveränderter Reallöhne, einer erheblich höheren Mobilität der Beschäftigten und Unternehmer sowie erheblich verbesserter Unternehmensgewinne – deutlich zurückgegangen. Zugegebenermaßen können einige Merkmale der Entwicklung in den USA, die in deutlichem Gegensatz zu den europäischen Verhältnissen steht, die Verbesserung der Arbeitsproduktivität abgeschwächt und damit das Risiko eines frühen Wiederauflebens der Inflation erhöht haben. Weiter muß man einräumen, daß ein großer Teil der zusätzlichen Beschäftigung dem Dienstleistungssektor zuzuschreiben war, ein Beispiel, das zumindest jene europäischen Länder kaum nachahmen können, die in Leistungsbilanzschwierigkeiten geraten sind und sich deshalb stärker auf den Bereich der international handelbaren Güter, also vornehmlich das verarbeitende Gewerbe konzentrieren müssen. Auf der anderen Seite gibt es aus den amerikanischen Erfahrungen für Europa doch einiges zu lernen: Seine Wirtschaft braucht dringend höhere Gewinne, niedrigere Arbeitskosten im Vergleich zu den Kapitalkosten, mehr Entgegenkommen gegenüber unternehmerischen Initiativen und eine größere Flexibilität auf den Arbeitsmärkten. Diese Probleme sind ernst und offenbar tief verwurzelt, wengleich es wohl zu weit geht, sie mit dem Begriff „Eurosklерose“ zu bezeichnen. Ansätze von Entwicklungen in die gewünschte Richtung sind da, es besteht aber auch – solange nicht die zeitaufwendigen Gesundheitsmaßnahmen weitergeführt worden sind – ein echtes Risiko, daß sich die Erholung in zahlreichen europäischen Volkswirtschaften nicht voll entfalten kann. Sie könnte, anders ausgedrückt, aus den zunehmenden Investitionen im Inland nicht genügend Eigendynamik gewinnen, um das unvermeidliche und sogar wünschenswerte Nachlassen des Aufschwungs in den USA zu überstehen.

Obwohl die Dollarzinsen bis zum Frühjahr 1983 weit unter die Höchststände von 1981/82 gefallen waren, blieben sie im Vergleich zu den verzeichneten Inflationsraten beunruhigend hoch. Nominal betrachtet sind die Zinssätze zur Zeit deutlich höher als vor einem Jahr.

Die amerikanische Wirtschaft selbst hat sich bisher gegenüber diesem ungewöhnlich hohen Zinsniveau bemerkenswert widerstandsfähig gezeigt. Die umfassende steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinsbelastungen dürfte hiermit in Zusammenhang stehen, wengleich diese Vergünstigung nicht neu ist und bestenfalls eine teilweise Erklärung liefert, zumal andere Vergünstigungen nach den Steueränderungen des Jahres 1981 als Investitionsmotiv größere Bedeutung erlangt haben. Eine

plausiblere Erklärung ist, daß die aktuelle und erwartete Rentabilitätsverbesserung den negativen Einfluß der hohen Realzinsen mehr als aufgewogen hat. Dies mag durchaus der Fall sein, wenngleich man leider eine andere Möglichkeit nicht ausschließen kann, daß nämlich ein Teil der Widerstandskraft auf ungebrochenen Inflationserwartungen beruhen könnte, so daß die Realzinsen auf der Basis der erwarteten – und nicht der beobachteten – Preissteigerung vielleicht gar nicht so hoch wären. Das Problem liegt jedoch darin, daß keine dieser Interpretationen für die Weiterentwicklung und Dauer der Wirtschaftserholung in den USA großen Optimismus weckt, falls die Zinsen auf ihrem gegenwärtigen hohen Niveau bleiben oder sogar weiter steigen. Der Grund hierfür wird dann offensichtlich, wenn die tatsächliche Preisentwicklung die in dem hohen Zinsniveau zum Ausdruck kommenden Inflationserwartungen schließlich doch bestätigen sollte. Wenn es sich andererseits bei den gegenwärtigen Sätzen um originär hohe Realzinsen handelt, so ist nur schwer vorstellbar, daß die erwarteten Investitionsrenditen dieses Niveau für längere Zeit übertreffen.

Die internationalen Auswirkungen hoher und weiter steigender amerikanischer Zinsen geben ebenfalls Anlaß zu ernster Besorgnis: Wegen der Größe der Finanzmärkte in den USA und des im Weltmaßstab hohen Anteils der auf Dollar lautenden Finanzanlagen beeinflussen die US-Zinsen zwangsläufig das Zinsniveau in anderen Staaten. Sie wirken auch verzerrend auf die Wechselkurse und damit auf das internationale Leistungsbilanzgefüge. Schließlich und endlich bestimmen sie über die variabel verzinsliche Komponente der Auslandsschulden direkt einen erheblichen Teil der Zinsbelastung der verschuldeten Länder. Gleichwohl sollten diese Einflüsse im richtigen Rahmen betrachtet werden. Zum einen und unabhängig von der Höhe des amerikanischen Zinsniveaus müßte sich Westeuropa weiterhin mit seinen oben erwähnten rein internen Problemen auseinandersetzen, während die Entwicklungsländer weiterhin nachhaltige eigene Anpassungsanstrengungen zu unternehmen hätten. Zum anderen ist der namhafte Beitrag der schnellen konjunkturellen Erholung und des beträchtlichen Leistungsbilanzdefizits der USA zur Milderung der Probleme Westeuropas und der Entwicklungsländer bisher nur teilweise durch das Niveau der amerikanischen Zinssätze kompensiert worden.

Tatsächlich betrifft die – in der Tat schwerwiegende – Besorgnis mehr die Zukunft als die Vergangenheit. Sie erklärt sich sowohl aus der jüngsten Zinsentwicklung in den USA wie aus der Analyse ihrer Hintergründe. Dieser Bericht teilt die verbreitete Ansicht, daß die Hauptursache des gegenwärtigen amerikanischen Zinsniveaus in der hohen und weiter ansteigenden strukturellen Komponente des Haushaltsdefizits liegt. Das Defizit begann gegen Jahresende 1982 Wurzeln zu schlagen und dürfte erwartungsgemäß auch in den fortgeschrittenen Stadien des Wirtschaftsaufschwungs weiter bestehen bleiben, so daß ein ungewöhnlich hoher öffentlicher Kreditbedarf gerade zu einer Zeit entsteht, in der die private Kreditnachfrage – wie in diesem Konjunkturstadium üblich – einem aufwärtsgerichteten Trend folgt. Dies hatte und hat einen direkten Einfluß auf die amerikanischen Zinssätze und könnte – über eine Verfestigung der Inflationserwartungen in den USA – auch indirekt in die gleiche Richtung wirken. Das hohe Zinsniveau fordert den Schuldnerländern enorme zusätzliche Anpassungsbemühungen ab. Außerdem trägt es zur Überbewertung des Dollars bei, die gegenwärtig zusammen mit der kräftigen Wirtschaftserho-

lung ein riesiges Leistungsbilanzdefizit entstehen läßt. Die Gegenposition – Nettokapitalzuflüsse in die USA – dürfte für 1984 insgesamt etwa die Hälfte des gesamten öffentlichen Kreditbedarfs „finanzieren“, was etwa einem Drittel der Gesamtnachfrage nach Finanzmitteln zur Defizit- und Unternehmensfinanzierung entspricht. Diese Quoten sind sehr hoch, gleichgültig welchen Maßstab man anlegt.

Eine Wirtschaftssituation wie diese, in der Defizite in Staatshaushalt und Leistungsbilanz mit hohen Zinssätzen und massiven Kapitalimporten zusammenfallen, kann auf Dauer kaum hingenommen werden. Sie sollte jedem Land Anlaß zur Besorgnis geben, besonders aber der wichtigsten Volkswirtschaft der Welt. Die Tatsache, daß die USA aus einer Reihe mehr oder weniger guter Gründe nicht so schnell wie andere Länder auf Zahlungsbilanzzwänge reagieren, heißt nicht, wie die siebziger Jahre mehr als deutlich gemacht haben, daß solche Zwänge für sie nicht existieren. Nur eine frühzeitige und erhebliche Rückführung der strukturellen Komponente des Haushaltsdefizits könnte die amerikanische Wirtschaft mit der Aussicht auf eine „weiche Landung“ in ein besseres internes und externes Gleichgewicht bringen und damit zu langsamerem, aber dauerhafterem Wachstum führen. Auch ohne eine solche Rückführung werden die Ungleichgewichte korrigiert, doch trägt eine solche Korrektur durchaus die Gefahr hoher Zinssätze, weltweiter Störungen in Wirtschaft, Finanzsystem und Wechselkursen und schließlich eines steilen wirtschaftlichen Abschwungs in sich. Bei der Größe der amerikanischen Wirtschaft und der Schlüsselrolle des Dollars werden von dem wirtschaftspolitischen Mißverhältnis in den USA früher oder später schwerwiegende destabilisierende Einflüsse auf die Weltwirtschaft ausgehen.

Es ist müßig zu erörtern, welcher dieser drei wirtschaftspolitischen Problemereiche – die Gefahr eines Wiederauflebens der Inflation, die „strukturellen“ Probleme in Europa oder das aktuelle und künftige Niveau der amerikanischen Zinssätze – vorrangig zu behandeln ist. Alle drei sind von weittragender Bedeutung und erfordern die sofortige Einleitung oder Weiterführung von geeigneten Gegenmaßnahmen. In einem Punkt besteht allerdings ein wichtiger Unterschied: Eine Wirtschaftspolitik, die in Europa auf eine Verbesserung des Umfelds für arbeitsintensive Investitionen oder eine stärkere Lohnflexibilität und Beschäftigtenmobilität abzielt, dürfte auf kurze Sicht kaum zu greifbaren Ergebnissen führen. Eine Änderung des finanzpolitischen Kurses in den USA könnte dagegen über die Beeinflussung der Erwartungen nahezu unmittelbar auf das amerikanische Zinsniveau einwirken.

Nachhaltiges und ausgewogenes Wirtschaftswachstum in den westlichen Industrieländern ist zwar eine notwendige Bedingung für die Bewältigung der internationalen Schuldenkrise, hinreichend ist sie jedoch weder für die kurzfristige Eindämmung noch für die dauerhafte Lösung des Problems. Wie dieser Bericht darlegt, ist die 1982 erstmals praktizierte Zusammenarbeit aller wichtigen Akteure der internationalen Finanzszene im letzten Jahr und in den ersten Monaten von 1984 fortgesetzt worden – mit dem Ergebnis, daß die weltweite Verschuldungskrise bisher eingegrenzt werden konnte. Gleichzeitig stellte sich dank der Anpassungsmaßnahmen und der von den USA ausgehenden Wirtschaftserholung in der westlichen Welt sogar die mittelfristige Perspektive für eine Reihe von Schuldnerländern vor allem in Asien und Europa relativ günstig dar. Allerdings bleibt die Situation in den meisten

lateinamerikanischen Ländern aus mehreren Gründen auch für die nächste Zukunft angespannt. Einmal weil das Verhältnis der Schulden zu den Exporterlösen hier im Durchschnitt höher liegt als in anderen Ländern und zudem der jüngste Anstieg der kurzfristigen Dollarzinsen die Schuldendienstbelastung deutlich verstärkt hat, da der größte Teil der Verbindlichkeiten aus variabel verzinslichen Dollarschuldtiteln besteht. Zweitens begannen in den meisten Ländern der westlichen Hemisphäre die Anpassungsbemühungen viel zu spät und konzentrierten sich – drittens – zu stark auf eine Drosselung der Importe. Schließlich hat eine ausgeprägte Kapitalflucht, deren Höhepunkt vielleicht noch nicht überschritten ist, in einigen lateinamerikanischen Staaten die außenwirtschaftlichen Finanzprobleme verschärft.

Während die zukünftige Entwicklung der Dollarzinsen weitgehend im Einflußbereich der USA liegt, unterstreichen die anderen Merkmale der lateinamerikanischen Schuldenkrise die Bedeutung geeigneter Anpassungsmaßnahmen in den Schuldnerländern selbst. Es besteht nun die Hoffnung, daß die in der westlichen Welt platzgreifende wirtschaftliche Erholung diesen Ländern über die zunehmende Nachfrage nach ihren Produkten und die Verbesserung ihrer Terms of trade spürbare Erleichterungen in Form höherer Exporterlöse verschafft. Es wäre zu bedauern, wenn dem keine nachhaltigen Bemühungen im Inland gegenüberstünden, um die erforderliche außenwirtschaftliche Anpassung zu erleichtern.

Anders ausgedrückt: Die gegenwärtige Atempause sollte als Gelegenheit benutzt werden, wirtschaftspolitisch stärker auf eigenständige, inländische Anpassungsmaßnahmen wie auch auf eine Verbesserung der aktuellen und zukünftigen Exportergebnisse hinzusteuern. Zu viele lateinamerikanische Länder haben die Drosselung ihrer Importe durch administrative Maßnahmen statt durch marktwirtschaftliche Anpassung im Inland erreicht, während der Stärkung der Exportanreize und -möglichkeiten zu wenig Bedeutung beigemessen wurde. Zwei eindeutige Lektionen sind aus dem im vergangenen Jahr augenfälligen Gegensatz im Grundmuster der Zahlungsbilanzanpassung zwischen asiatischen und lateinamerikanischen Ländern zu lernen – einem Gegensatz, der auch der Aufmerksamkeit der Gläubigerbanken nicht entgangen ist. Die eine besagt, daß wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Abschwächung des inländischen Nachfragedrucks und zur Drosselung der Inflation eine Vorbedingung sind, um eine Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits auf ein vertretbares Ausmaß zu erreichen. Die andere lautet hingegen, daß Länder, die ihre Märkte offenhielten und gleichzeitig hochgradig wettbewerbsfähige Exportindustrien aufbauten, erheblich stärker von der Wachstumserholung in den Industriestaaten profitierten als jene, die eine introvertierte Entwicklungspolitik auf der Basis von Importsubstitution betrieben.

Schließlich wären diejenigen lateinamerikanischen Staaten, deren Gebietsansässige in großem Umfang Kapital ausgeführt haben, gut beraten, ihr Haus in Ordnung zu bringen, um die Kapitalabflüsse zu beenden und vielleicht sogar einen Teil der Fluchtgelder zurückzuleiten. Es ist zuviel verlangt, von der übrigen Welt – seien es multilaterale Institutionen, Regierungen, Banken oder Unternehmen – zu erwarten, daß sie die Entwicklungsaufgaben ausführen, welche die Staatsangehörigen der betreffenden Länder selbst nicht übernehmen wollen. Die Bürde der Zinsbelastung sähe eindeutig weniger furchterregend aus, wenn sie als *Nettozinszahlung*

an die restliche Welt berechnet werden könnte, d.h. Zinsen auf Auslandsschulden *abzüglich* erhaltener (aber nicht notwendig repatriierter) Kapitalerträge der Inhaber von Auslandsforderungen.

Einer zweckmäßiger konzipierten Anpassungspolitik der Schuldnerländer sollte auf der Seite der Industriestaaten eine wirkliche Öffnung ihrer Inlandsmärkte gegenüberstehen. Die wachsenden Bestrebungen, zwischen den Industrieländern protektionistische Hindernisse aufzurichten, bergen schwerwiegende Gefahren für die Weltwirtschaft. Eine Abschottung gegen Importe von landwirtschaftlichen Produkten und Industriegütern aus den Entwicklungsländern birgt hingegen mehr als eine schwerwiegende Gefahr, sie ist ein Explosivstoff. Für die Industrieländer steht bei der Lösung des Schuldenproblems finanziell und politisch ebensoviel auf dem Spiel wie für die Schuldnerländer selbst. Ohne eine kräftige Ausweitung der Exporte aus den Entwicklungsländern in die Industriestaaten ist eine dauerhafte Lösung nicht vorstellbar.

Noch so weitreichende und fundierte Anpassungsmaßnahmen der Gruppe der Schuldnerländer, selbst wenn sie mit Wirtschaftswachstum und liberaler Importpolitik in den Industriestaaten zusammenträfen, könnten ihr bestehendes Leistungsbilanzdefizit nicht ganz beseitigen. Es ist sogar fraglich, ob der vollständige Abbau des Leistungsbilanzdefizits der Entwicklungsländer, vom Standpunkt eines ausgewogenen Wachstums der Weltwirtschaft betrachtet, überhaupt wünschenswert ist. Denn bei der drückenden Zinslast, die sich die Schuldner aufgeladen haben, würde jede Rückkehr zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht in Wirklichkeit beinhalten, daß ungewöhnlich hohe Überschüsse im Warenhandel erwirtschaftet werden müßten – eine Situation, die bei längerem Andauern nicht nur dem Entwicklungsprozeß Schaden zufügen, sondern auch jeglicher politischen Vernunft widersprechen würde.

Dies wirft die Frage auf, wie die „begründeten“ zukünftigen Leistungsbilanzdefizite der Entwicklungsländer finanziert werden sollen. Auf kurze Sicht wird den Banken kaum etwas anderes übrig bleiben, als zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen, sei es in Form neuer Kredite oder durch teilweise Kapitalisierung der Zinsbelastung. Man kann eine eindrucksvolle Liste von Argumenten für oder gegen jede der beiden Techniken vorbringen, doch letztlich müssen sich die Banken (vermutlich ad hoc) zu einer Entscheidung über den gangbarsten Weg durchringen, der den beteiligten Parteien am wenigsten umstritten erscheint. Es kann aber kein Zweifel bestehen, daß sich die Banken aus ihrem eigenen Interesse heraus und in welcher Form auch immer bereitfinden müssen, ihre Forderungen gegenüber denjenigen Ländern in gewissem Umfang weiter zu erhöhen, die sich auf IWF-Programme festgelegt und die Fähigkeit bewiesen haben, diese durchzuziehen. Noch mit einem weiteren Erfordernis werden sich die Banken auseinandersetzen haben. Länder, denen eine sichtbare Verbesserung ihrer Leistungsbilanz gelungen ist, und insbesondere jene, die dies durch geeignete Anpassungsmaßnahmen im Inland erreicht haben, können zu Recht eine substantielle Erleichterung ihrer Finanzierungsbedingungen bei Zinskosten und Laufzeiten erwarten. Der Markt kann sich nur dann als funktionsfähig erweisen, wenn eine ausgeprägte Differenzierung der Kreditkonditionen vorhanden ist, die weit über das bisher eher zögernd verwirklichte Maß

hinausgeht. Hilfreich wäre es, wenn auch die politischen Instanzen der Gläubigerstaaten – vor allem im Bereich der Exportfinanzierung – eine größere Differenzierung der Konditionen akzeptierten und unterstützten.

Man muß jedoch sehen – wie bereits im letztjährigen Jahresbericht aufgezeigt wurde –, daß eine solche Ausleihpolitik lediglich Lücken füllt. Die Erfahrung hat deutlich gemacht, daß eine zweckungebundene Leistungsbilanzfinanzierung durch die Banken aus einer Reihe von Gründen – variable Verzinsung, kurze Laufzeiten, übertriebener Wettbewerb verbunden mit einem Übermaß an Ausleihungen, fehlende Konditionalität – kein geeigneter Weg ist, den Transfer realer Ressourcen in die Entwicklungsländer sicherzustellen. Fraglich ist sogar, vor allem bei Ländern, die von Kapitalflucht besonders betroffen sind, ob überhaupt eine allgemeine Leistungsbilanzfinanzierung außerhalb des Rahmens der vom IWF überwachten Sanierungsprogramme gerechtfertigt ist. Auf längere Sicht sollten die Finanzströme in die Entwicklungsländer so ausgestaltet sein, daß überzeugende Verbindungen zwischen Kapitalimport und inländischen Entwicklungsinvestitionen geschaffen werden. Natürlich sind Finanzmittel untereinander austauschbar; es gibt keinen Weg, sicherzustellen, daß Kapitalzuflüssen in Form von Projektfinanzierungen gesamtwirtschaftlich auch höhere Investitionen im Inland gegenüberstehen. Die Wahrscheinlichkeit hierfür ist jedoch bei Projektfinanzierungen größer als bei Kapitalzuflüssen, die nicht direkt mit Investitionsvorhaben im Inland verknüpft sind. Es gibt eine Vielfalt von Finanzströmen, die mehr oder weniger direkt an Investitionsprojekte gebunden sind: Kredite zur Finanzierung von Kapitalgüterimporten, Direktinvestitionen, Darlehen multilateraler Entwicklungsorganisationen wie etwa der Weltbank, gemeinsam von offiziellen Institutionen und Banken finanzierte Projekte sowie bilaterale Entwicklungshilfe. Angesichts der Größe des Problems sollten alle diese Kanäle benutzt und ausgebaut werden. Am vielversprechendsten scheinen dabei diejenigen zu sein – wie z.B. die jüngsten Co-Finanzierungsmethoden der Weltbank –, die zu einer wirksamen Zusammenarbeit privater und offizieller Gläubiger führen.

Es gibt Meinungsäußerungen, die besagen, daß das internationale Schuldenproblem solche Ausmaße angenommen habe, daß selbst unter der Annahme eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums in den Industrieländern und geeigneter politischer Maßnahmen seitens der Schuldner und der Gläubiger eine dauerhafte Lösung ohne einen drastischen Globaleingriff nicht möglich sei. Dieser „System“-Pessimismus wird im vorliegenden Bericht nicht geteilt, nicht nur aus der pragmatischen Überlegung heraus, daß es keine funktionsfähige Alternative zu dem bisher angewandten, fallweisen Lösungsansatz gibt, sondern auch aufgrund einer Reihe eher positiver Argumente.

An vorderster Stelle steht die Erkenntnis, daß die Ereignisse der letzten zwölf Monate zweifelsfrei gezeigt haben, wie sehr sich hinter dem global und nahezu homogen anmutenden Schuldenproblem des Herbstes 1982 in Wirklichkeit doch eine Vielzahl unterschiedlicher Situationen einzelner Schuldner verbarg. In Osteuropa und Asien befinden sich ein oder zwei Länder in einer sehr schwierigen Lage neben einer Mehrheit von Ländern, die ihre Bereitschaft und Fähigkeit haben erkennen lassen, Maßnahmen zum Ausgleich der Zahlungsbilanz durchzuführen, und die der-

zeit von den günstigen Auswirkungen der Wirtschaftserholung in den Industriestaaten profitieren. Lateinamerika weist zwar besonders viele Problemfälle auf, aber auch hier gibt es Abstufungen, was den Grad der erreichten Anpassung, die Diversifikation der Exporte, die Position in Hinblick auf das Öl und die Höhe des exportierten inländischen Kapitals anbelangt. Was die hochverschuldeten afrikanischen Länder angeht, so unterscheidet sich ihre Situation grundlegend von jener der verschuldeten Entwicklungsländer mit mittlerem Einkommen. Viele von ihnen könnten sich keine neuen Kredite zu Marktkonditionen leisten, selbst wenn sie verfügbar wären; sie benötigen zinsbegünstigte Anleihen oder Zuschüsse. Wie könnte ein globaler Eingriff einer solchen Vielzahl von Situationen gerecht werden?

Im übrigen wäre es grundverkehrt, die verschuldeten Länder nur deshalb als „insolvent“ einzustufen, weil sie *als Gruppe* selbst längerfristig betrachtet kaum in der Lage sein dürften, das geschuldete Kapital zurückzuzahlen. Es ist eine bekannte ökonomische Tatsache, die dem Spar- und Investitionsprozeß eigentümlich ist, daß die gesamte ausstehende Verschuldung weiter wächst. Es kommt vielmehr darauf an, daß jedes einzelne Schuldnerland a) längerfristig das Wachstum seiner Verbindlichkeiten mit seiner Fähigkeit, diese Schulden zu bedienen, in Einklang halten sollte und b) kurzfristig seinen wachsamem Gläubigern zeigen sollte, daß es die Kontrolle über seine Verschuldung behalten hat, indem es deren Wachstum von Zeit zu Zeit stoppt oder sogar Teile davon zurückzahlt. Die Zahl der Länder, die einer oder beiden Anforderungen genügen, ist seit Beginn des Jahres 1983 erfreulich gestiegen. Das heißt nicht, daß die Probleme der internationalen Verschuldung hinter uns liegen; dies ist sicher nicht der Fall. Man kann jedoch daraus schließen, daß die derzeitige Art und Weise ihrer Bewältigung – zumindest bisher – durch den Ablauf der Geschehnisse bestätigt worden ist.

Diese Art des Vorgehens hat dank der engen Zusammenarbeit zwischen Kreditnehmern, Gläubigerbanken, Regierungen und internationalen Institutionen zu einvernehmlich beschlossenen Programmen geführt, in denen Anpassung und Finanzierung Hand in Hand gingen. Diese Zusammenarbeit muß fortgesetzt und weiter ausgebaut werden, und es wäre falsch, sie durch unpraktikable Globallösungen zu ersetzen. Sie bedarf jedoch zur Gewährleistung ihrer weiteren Wirksamkeit der Unterstützung in zweifacher Weise: Die Finanzierung der Entwicklungsländer muß längerfristig auf eine solidere Basis gestellt werden – deshalb der Nachdruck, den dieser Bericht auf eine an Investitionsprojekte gebundene Finanzierung legt. Gleichzeitig steht oder fällt der gegenwärtige Lösungsansatz mit der Verwirklichung eines dauerhaften und ausgewogenen Wirtschaftsaufschwungs in den Industrieländern – deshalb das Erfordernis einer angemessenen Wirtschaftspolitik in diesem Teil der Welt.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1984

BILANZ VOM

(vor und nach Verwendung)

AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
Gold	5 049 253 599
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	10 911 458
Schatzwechsel	756 966 277
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	19 333 968
Währungen	
bis zu 3 Monaten	11 386 473 981
von mehr als 3 Monaten	<u>2 126 684 368</u>
	13 532 492 317
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	1 115 748 176
von mehr als 3 Monaten	<u>793 134 888</u>
	1 908 883 064
Verschiedenes	17 826 364
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>
	<u><u>21 276 333 080</u></u>

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.

Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1984: 40251531 Goldfranken.

31. MÄRZ 1984

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital			
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2500 Goldfranken	1 500 000 000		
Begeben: 473 125 Aktien	1 182 812 500		
mit 25%iger Einzahlung		295 703 125	295 703 125
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	457 152 793		477 552 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds	21 530 055		21 530 055
Freier Reservefonds	232 730 236		263 330 236
		741 483 397	792 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 192 310 651		
bis zu 3 Monaten	140 876 655		
Andere Einleger			
auf Sicht	33 032 685		
		4 366 219 991	4 366 219 991
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	334 315 448		
bis zu 3 Monaten	13 131 268 608		
von mehr als 3 Monaten	1 379 084 966		
Andere Einleger			
auf Sicht	12 195 974		
bis zu 3 Monaten	547 470 922		
von mehr als 3 Monaten	34 883 861		
		15 439 219 779	15 439 219 779
Verschiedenes		366 213 911	366 213 911
Gewinn- und Verlustrechnung		67 492 877	-
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1984</i>		-	16 492 877
		<u>21 276 333 080</u>	<u>21 276 333 080</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-AUSGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1984 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, 4. Mai 1984

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1984 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	83 288 597
 Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	243 160
Direktion und Personal	11 362 579
Geschäfts- und Bürokosten	<u>3 748 590</u>
<u>15 354 329</u>	<u>15 354 329</u>
Geschäftsertrag	67 934 268
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	<u>441 391</u>
Reingewinn für das am 31. März 1984 abgeschlossene Geschäftsjahr	67 492 877
 Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende: 145 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien	<u>16 492 877</u>
	51 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>20 400 000</u>
	30 600 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>30 600 000</u>
	-
	<u><u> </u></u>

VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK während des am 31. März 1984 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1983-84

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1983 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1982-83	30 070 313	457 152 793	21 530 055	232 730 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1983-84	<u>—</u>	<u>20 400 000</u>	<u>—</u>	<u>30 600 000</u>
Stand am 31. März 1984 laut Bilanz	<u>30 070 313</u>	<u>477 552 793</u>	<u>21 530 055</u>	<u>263 330 236</u>

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1984 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 412 920	662 116 045
Währungen	<u>—</u>	<u>426 070 477</u>	<u>426 070 477</u>
	<u>295 703 125</u>	<u>792 483 397</u>	<u>1 088 186 522</u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. Fritz Leutwiler, Zürich	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
Bernard Clappier, Paris	Stellvertretender Vorsitzender

Prof. Paolo Baffi, Rom
Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bengt Dennis, Stockholm
Dr. W. F. Duisenberg, Amsterdam
Jean Godeaux, Brüssel
Renaud de la Genière, Paris
Robert Leigh-Pemberton, London
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