

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **FÜNFUND FÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1984 – 31. MÄRZ 1985**

**BASEL**

**10. Juni 1985**

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	1
I. Neue Herausforderungen für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum . . . . .	3
Arbeitslosigkeit und Inflation (S. 4); strukturelle Veränderungen der Finanzmärkte (S. 5); Wechselkursentwicklung und Zahlungsbilanzungleichgewichte (S. 8); die internationale Verschuldungssituation (S. 11)	
II. Fortschreitende Wirtschaftserholung und strukturelle Anpassung . . . . .	13
Schwerpunkte (S. 13); Produktion und Nachfrage (S. 14): <i>Sozialproduktzyklen und Außenwirtschaftssektor</i> (S. 18), <i>Sozialproduktzyklen und ausgewählte Komponenten der inländischen Nachfrage</i> (S. 22); Inflation (S. 22): <i>Rohstoffpreise, Wechselkurse und Einfuhrpreise</i> (S. 25), <i>Löhne und Arbeitskosten</i> (S. 26); Beschäftigung und Arbeitslosigkeit (S. 29); <i>die Zunahme der Arbeitslosigkeit auf mittlere Sicht</i> (S. 31), <i>Beschäftigung</i> (S. 33); Finanzpolitik und „policy mix“ (S. 36): <i>Haushaltskonsolidierung im Jahre 1984</i> (S. 38), <i>internationale Aspekte des „policy mix“</i> (S. 40)	
III. Finanzmärkte im Wandel . . . . .	42
Schwerpunkte (S. 42); Veränderungen der sektoralen Finanzierungssalden (S. 43): <i>konjunkturelle versus strukturelle Finanzierungsströme</i> (S. 46); Entwicklung der Kreditnachfrage (S. 48): <i>Kreditwachstum</i> (S. 50), <i>Kreditgewährung der Banken</i> (S. 50); Veränderungen hinsichtlich Größe und Zusammensetzung der Portfoliovermögen der einzelnen Sektoren (S. 53): <i>Geldvermögen in Relation zum Bruttosozialprodukt</i> (S. 53), <i>Veränderungen in der Zusammensetzung der Portfoliovermögen</i> (S. 55); Veränderte Kreditbeziehungen: Wettbewerb und Innovation (S. 60): <i>die Zunahme direkter (nicht über die Finanzierungsinstitute laufender) Kredittransaktionen</i> (S. 60), <i>die Reaktion auf diese Herausforderung</i> (S. 63), <i>verfließende Grenzen</i> (S. 64); aktuelle Fragen (S. 67)	
IV. Geldpolitik und Zinssätze . . . . .	70
Schwerpunkte (S. 70); Entwicklung der Geldbestände und Änderungen der Geldmengenpolitik (S. 71): <i>zur Interpretation der Entwicklung der monetären Gesamtgrößen</i> (S. 76), <i>zur Interpretation der Kreditentwicklung</i> (S. 78); zur Entwicklung der Strategien der Zielableitung und der Geldmengensteuerung (S. 80): <i>zur Zieldefinition</i> (S. 81), <i>direkte Kreditkontrollen</i> (S. 82), <i>staatliche Schuldenpolitik</i> (S. 83), <i>Geldmarktsteuerung</i> (S. 84); Wechselkursziele und Zinsentwicklung (S. 87): <i>kurzfristige Zinsen</i> (S. 87), <i>langfristige Zinsen</i> (S. 91), <i>Realzinsen</i> (S. 91), <i>internationale wirtschaftspolitische Zusammenhänge</i> (S. 96)	

## V. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr . . . . . 98

Schwerpunkte (S. 98); Welthandel (S. 99); internationale Zahlungsbilanzentwicklung (S. 101); Zahlungsbilanz der USA und Japans (S. 103): *Vereinigte Staaten* (S. 103), *Japan* (S. 111); Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe (S. 115); Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen (S. 118): *entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe* (S. 118), *Osteuropa* (S. 119), *Nicht-OPEC-Entwicklungsländer* (S. 119), *der Anpassungsprozeß in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern* (S. 122), *OPEC-Länder* (S. 123)

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

Schwerpunkte (S. 124); das internationale Bankgeschäft im Jahre 1984 (S. 126): *die Entwicklung der wichtigsten Aggregate* (S. 126), *die Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen* (S. 130), *die Entwicklung des Geschäfts der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets* (S. 132); internationale Anleihemärkte (S. 135); strukturelle Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten (S. 139); die ECU im internationalen Bankgeschäft (S. 144); die internationale Schuldenlage (S. 151)

## VII. Internationale Währungslage . . . . . 158

Schwerpunkte (S. 158); Entwicklung der Wechselkurse (S. 159): *Währungen mit frei schwankenden Kursen* (S. 159), *zunehmende Kursausschläge des Dollars* (S. 164), *die Kursentwicklung des Dollars im längerfristigen Zusammenhang* (S. 166), *Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS* (S. 169); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 173); Weltwährungsreserven und internationale Liquidität (S. 176)

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

Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 182); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 185): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 186), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 189), *Goldtermingeschäfte* (S. 191); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 191); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 192); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 192)

## Schlußbemerkungen . . . . . 195

\*                      \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1985

## VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

<b>Fortschreitende Wirtschaftserholung und strukturelle Anpassung</b>	<b>Seite</b>
Industrieproduktion ★ . . . . .	15
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten . . . . .	16
USA: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen . . . . .	18
Vergleich der Beiträge der einzelnen Verwendungsarten zum Wachstum des Bruttosozialprodukts in verschiedenen Konjunkturzyklen . . . . .	19
Nominale Wechselkurse, Wettbewerbsfähigkeit und Exportwachstum . . . . .	21
Entwicklung der Verbraucherpreise . . . . .	23
Entwicklung der Verbraucherpreise in konjunkturellem Zusammenhang . . . . .	24
Rohstoffpreise und Einfuhrdurchschnittswerte ★ . . . . .	26
Beitrag von Wechselkurs- und Rohstoffpreisbewegungen zur Veränderung der Einfuhrpreise . . . . .	27
Lohnkosten in der Industrie und Großhandelspreise . . . . .	28
Arbeitslosigkeit . . . . .	29
Arbeitslosenquoten ★ . . . . .	30
Erwerbspersonen, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit . . . . .	31
Tendenzielle Veränderungen des Angebots an und der Nachfrage nach Arbeitskräften 1960–84 . . . . .	33
Zunahme des nominalen und realen Bruttosozialprodukts . . . . .	34
Entwicklung von Arbeitslosigkeit, Löhnen und Anlageinvestitionen ★ . . . . .	35
Budgetsalden der öffentlichen Haushalte . . . . .	37
Ausgaben und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte . . . . .	38
<b>Finanzmärkte im Wandel</b>	
Sektorale Finanzierungssalden ★ . . . . .	44
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren . . . . .	49
Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung . . . . .	51
Finanzielle Forderungen und Verpflichtungen der privaten Haushalte und der Unternehmen . . . . .	54
Zusammensetzung des Geldvermögens der privaten Haushalte ★ . . . . .	56
Zusammensetzung des Geldvermögens nichtfinanzieller Unternehmen ★ . . . . .	58
Veränderte Grundmuster von Mittelbeschaffung und Finanzintermediation ★ . . . . .	61
<b>Geldpolitik und Zinssätze</b>	
Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung ★ . . . . .	72
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten . . . . .	73
Monetäre Gesamtgrößen sowie nominales und reales Wirtschaftswachstum ★ . . . . .	77

	Seite
Geldmarktindikatoren ★ . . . . .	85
Kurz- und langfristige Zinsen ★ . . . . .	88
Einflüsse auf das Zentralbankgeld und die kurzfristigen Zinssätze . . . . .	90
Langfristige Realzinsen . . . . .	92
Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen, Realzinsgefälle und preis- bereinigte Wechselkurse ★ . . . . .	94

## Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel 1981-84 ★ . . . . .	100
Leistungsbilanzsalden 1982-84 . . . . .	102
USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung 1983/84 (Schätzung) . . . . .	104
USA: Veränderungen der Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen 1983/84 . . . . .	106
USA: Kapitalverkehr 1983/84 . . . . .	107
USA: Statistisch erfaßte Kapitalströme von privaten Nichtbanken 1983/84 . . . . .	107
USA: Kapitalströme über Banken 1983/84 . . . . .	108
USA: Regionale Verteilung der statistisch erfaßten Kapitalströme 1983/84 . . . . .	109
Japan: Veränderung der Handelsströme nach Warengruppen 1983/84 . . . . .	112
Japan: Veränderung der regionalen Handelsverteilung 1983/84 . . . . .	112
Japan: Kapitalverkehr 1983/84 . . . . .	113
Zehnergruppenländer: Aufgliederung der Kapitalströme 1983/84 . . . . .	117
Leistungsbilanzsalden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer in Asien und Latein- amerika 1982-84 . . . . .	120
Nicht-OPEC-Entwicklungsländer: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits 1982-84 (Schätzung) . . . . .	121

## Internationale Kredit- und Anleihemärkte

Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken und internationale Anleiheemissionen . . . . .	125
Ausgewählte Merkmale des internationalen Bankgeschäfts 1980-84 . . . . .	127
Interbanksätze für dreimonatige Euromarkteinlagen, Zinsgefälle und US-Prime-rate ★ . . . . .	128
Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen 1981-84 . . . . .	131
Geschäfte der berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Nicht-OPEC-Ent- wicklungsländern 1977-84 . . . . .	133
Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außer- halb des Berichtsgebiets 1978-84 (Schätzung) . . . . .	134
Internationale Anleihebegebungen . . . . .	136
Eurogeldmarktsätze und Renditen von US-Dollar-Anleihen auf internationalen und inländischen Märkten ★ . . . . .	137
Internationale Anleihebegebungen nach Wertpapierarten . . . . .	138
Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1981-84 ★ . . . . .	141
Die ECU und der Euromarkt (Inlands- und Auslandspositionen in Fremdwährung und in ECU) . . . . .	145

	Seite
Struktur des ECU-Geschäfts der Banken . . . . .	146
Aufgliederung des ECU-Geschäfts nach Finanzplätzen, Stand Ende Dezember 1984 . .	148
Bestimmungsgründe für den Kreditbedarf und die Inanspruchnahme internationaler Bankmittel durch die Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974–84 ★ . . . . .	152
Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973–84 ★ . . . . .	153

## Internationale Währungslage

Schwankungen der bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten anderen Währungen 1983–85 ★ . . . . .	160
Veränderung der effektiven Wechselkurse der Währungen ausgewählter Industrieländer 1980–85 ★ . . . . .	163
Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkurse . . . . .	165
Bilaterale reale Wechselkurse des Dollars und US-Leistungsbilanz 1972–85 ★ . . . .	167
Kassakurse innerhalb des Europäischen Währungssystems 1983–85 ★ . . . . .	170
Indikatoren der Konvergenz und Divergenz innerhalb des EWS 1982–85 ★ . . . . .	172
Weltgoldgewinnung (Schätzung) . . . . .	174
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung) . . . . .	174
Marktpreise von Gold in US-Dollar, Schweizer Franken und südafrikanischen Rand 1982–85 ★ . . . . .	175
Veränderung der Weltwährungsreserven 1982–84 . . . . .	177
Struktur der Anlage von Devisenreserven 1981–84 . . . . .	180

## Die Tätigkeit der Bank

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

# FÜNFUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 10. Juni 1985 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 55. Geschäftsjahr (1. April 1984–31. März 1985) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 2 839 801 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 68 366 633 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 67 492 877 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 13 366 633 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 145 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 22 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 33 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1984/85 den Aktionären am 1. Juli 1985 gezahlt.

## I. NEUE HERAUSFORDERUNGEN FÜR EIN ANHALTENDES WIRTSCHAFTSWACHSTUM

Der Wirtschaftsaufschwung in den Industrieländern der westlichen Welt vollzieht sich nun bereits im dritten Jahr. Gegen Ende 1982 von der US-Wirtschaft ausgelöst, sind die von dort ausgehenden Impulse nach wie vor von großer Bedeutung. Inzwischen hat die wirtschaftliche Erholung nicht nur alle Industrieländer, sondern auch einen großen Teil der Dritten Welt erreicht.

Über die enormen positiven Auswirkungen des wiedergewonnenen Wachstums auf die Weltwirtschaft kann es keinen Zweifel geben. Die längste und – in einigen Ländern auch – tiefste Rezession der Nachkriegszeit ist überwunden worden. In den USA sind Millionen neuer Arbeitsplätze geschaffen worden, und in Europa hat sich die Arbeitsmarktlage zumindest nicht weiter verschlechtert. Darüber hinaus hat der Wirtschaftsaufschwung die Bemühungen der verschuldeten Länder um außenwirtschaftliche Anpassungen erheblich erleichtert und mit dazu beigetragen, die internationale Verschuldungskrise zu entschärfen. Unter diesen Umständen war es den Banken in den Industrieländern möglich, ihre Kapitalbasis zu stärken.

Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung sind einige weitere positive Elemente klar hervorgetreten. An erster Stelle ist hier die relativ verhaltene Inflation zu nennen. Anders als in der Vergangenheit, als die konjunkturelle Aufwärtstendenz des öfteren bereits nach nur wenigen Jahren des Wachstums dadurch gebremst wurde, daß zur Bekämpfung der Inflation die Nachfrage gedrosselt werden mußte, sind diesmal solche Maßnahmen nicht erforderlich gewesen. Dies ist größtenteils auf die maßvolleren Nominallohnabschlüsse zurückzuführen. Infolge der alles in allem zufriedenstellenden Entwicklung der Lohnstückkosten hat sich überdies die Ertragslage der Unternehmen in den meisten Industrieländern nachhaltig verbessert. Insbesondere in den USA, aber auch in Japan und Teilen Westeuropas, hat sich die Investitionstätigkeit verstärkt. Gleichzeitig haben viele Regierungen erhebliche und des öfteren auch erfolgreiche Bemühungen unternommen, die Defizite in den öffentlichen Haushalten zurückzuführen sowie die Last der Staatsausgaben zu begrenzen, und mit der gleichen Beharrlichkeit wurde versucht, die strukturellen Verkrustungen der Arbeits- und Gütermärkte zu beseitigen oder zumindest abzubauen. Schließlich scheinen die erheblich stärkeren Schwankungen und – in jüngster Zeit – der Rückgang des Dollarkurses das günstige internationale Wirtschaftsklima bisher nicht verschlechtert zu haben, und auch im Europäischen Währungssystem haben sie nicht zu Spannungen geführt.

Vor dem Hintergrund dieses generell aufgehellten Bildes – wie es in den Krisenmonaten des Jahres 1982 selbst von den größten Optimisten für höchst unwahrscheinlich gehalten wurde – soll in diesem Bericht auf einige Problembereiche eingegangen werden, aus denen in der Zukunft möglicherweise Schwierigkeiten erwachsen. Einige dieser Probleme könnten direkt das Wirtschaftswachstum in den



Industrieländern schwächen oder sogar eine vorzeitige Rezession auslösen. Andere wiederum bergen die Gefahr großer finanzieller Instabilitäten und Turbulenzen in sich, was letztlich auf das gleiche hinausliefe.

Auf vier Bereiche, in denen sich ernsthafte Schwierigkeiten ergeben könnten, soll in diesem Bericht das Augenmerk des Lesers gelenkt werden: die eng miteinander verbundenen Probleme der Arbeitslosigkeit und der Inflation; die Implikationen der international verflochtenen, innovativen und in zunehmendem Maße entregulierten Finanzmärkte für die Ausgestaltung der Geldpolitik und die Bankenaufsicht; die Entwicklung der Wechselkurse und der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern; und schließlich die internationale Verschuldungssituation.

### **Arbeitslosigkeit und Inflation**

Daß der zuerst angesprochene Bereich ein Problem in sich birgt – jedenfalls für Westeuropa, wo das Ausmaß der Arbeitslosigkeit von keinem politisch Verantwortlichen vernachlässigt werden kann –, liegt auf der Hand. Weniger offensichtlich ist hingegen, daß hohe nicht genutzte Reserven an menschlicher Arbeitskraft die Fortschritte in der Inflationsbekämpfung relativieren, und es kann zu Recht gefragt werden, ob die Erfolge bei der Preisstabilisierung wirklich schon gesichert und von Dauer sind. Natürlich ist die Preisentwicklung befriedigend verlaufen, wenn man sie mit den hohen Inflationsraten vergleicht, wie sie noch vor wenigen Jahren zu verzeichnen waren, und hat möglicherweise die Erwartungen übertroffen. Jedoch darf ein solcher relativer Erfolg an der Inflationsfront nicht isoliert vom insbesondere in Westeuropa hohen Niveau der Arbeitslosigkeit gesehen werden. Unter diesem Aspekt betrachtet ist die Entwicklung in den USA zwar vergleichsweise günstig verlaufen, kann aber aus verschiedenen Gründen kaum voll zufriedenstellen. Trotz des merklichen Rückgangs der Arbeitslosigkeit hat die Inflationsrate in den USA bisher nicht zugenommen – was aber, wenn der Wechselkurs des Dollars auf ein normaleres Niveau zurückgehen sollte? Andererseits konnte in Westeuropa, trotz der Stärke des Dollars, die Inflation in beachtlichem Maße gedrosselt werden – aber bei welchem Niveau der Arbeitslosigkeit? Nur Japan kann wohl mit einiger Berechtigung den Anspruch erheben, daß in seiner Volkswirtschaft weder die Inflation noch die Arbeitslosigkeit ein größeres Problem darstellt.

Diese Situation wirft für die ökonomische Analyse wie für die Politik grundsätzliche Fragen auf, die nicht mehr lange unbeantwortet bleiben können. Zwei beunruhigende Tatbestände sollten zum Ausgangspunkt genommen werden, alte Denkschablonen beiseite zu legen und neue Lösungen zu erarbeiten, was hier wie dort dringend erforderlich ist. Erstens: Seit beinahe fünf Jahren wird in den meisten westlichen Ländern eine makroökonomische, auf Preisstabilität zielende Politik betrieben, ohne daß die Inflation gänzlich beseitigt werden konnte. Und zweitens: Die weit fortgeschrittene wirtschaftliche Erholung hat in Europa lediglich bewirkt, daß die Arbeitslosigkeit nicht weiter zugenommen hat, und auf dem Arbeitsmarkt der USA hat sich die Lage nur in Teilbereichen, also unausgewogen, gebessert. Noch schwerwiegender ist, daß in Europa kaum die Aussicht besteht, die Arbeitslosigkeit könnte – selbst wenn sich das verhaltene Wirtschaftswachstum noch einige Jahre fortsetzen sollte – wirklich substantiell abgebaut werden.

Beides zusammengekommen deutet darauf hin, daß es – auf eine kurze Formel gebracht – erhebliche Fehlentwicklungen in der Art und Weise gegeben hat, wie sich die Preise in vielen westlichen Industrieländern bilden (zunächst und in erster Linie auf dem Arbeitsmarkt, aber auch andernorts). Im Falle eines zu hohen Angebots reagieren sie nicht so, daß der Markt geräumt würde, während sie auf eine zu hohe Nachfrage recht schnell und damit asymmetrisch reagieren. Warum ist dem so? Weil nach der langen Zeit der Vollbeschäftigung, in der die Preise nur mäßig stiegen und die Wirtschaftspolitik sich verpflichtet hatte, Rezessionen entgegenzuwirken, die Preiserwartungen verzerrt sind? Weil die institutionellen Rahmenbedingungen, in die der Arbeitsmarkt eingebettet ist – Mindestlöhne, in finanzieller wie zeitlicher Hinsicht großzügige Arbeitslosenunterstützungen, hohe Kosten bei der Entlassung von nicht mehr benötigten Arbeitskräften –, den Prozeß der Lohnfindung in grundsätzlicher Weise gestört haben? Weil die Indexierung große Teile der Bevölkerung vor den einkommensmindernden Effekten der Inflation geschützt hat? Weil die Marktteilnehmer den jüngsten Versicherungen der wirtschaftspolitischen Instanzen, weiter eine auf Preisstabilität ausgerichtete Politik betreiben zu wollen, immer noch nicht trauen? Oder einfach deshalb, weil nicht geglaubt wird, daß eine restriktive Geldpolitik, die von anderer Seite nicht unterstützt wird, in der Lage ist, das Übel der Inflation auszurotten?

Die Antworten auf diese Fragen zu wissen, kann wohl niemand behaupten, doch dürfte sich vom politischen Standpunkt aus eine wichtige Schlußfolgerung ergeben: Wenn es nicht gelingt, für eine größere Flexibilität der Preise und Löhne nach oben wie nach unten zu sorgen, kann in den Industrieländern keinesfalls mit einem Wirtschaftswachstum gerechnet werden, das hoch genug wäre, um das Problem der Arbeitslosigkeit in der voraussehbaren Zukunft aus der Welt zu schaffen. Käme es allein aufgrund einer Lockerung der globalen Wirtschaftspolitik zu einem merklich stärkeren Wachstum, so würde dies sehr wahrscheinlich erneut die Inflation entfachen und in Bälde den Wachstumsprozeß beenden. Andererseits würden so niedrige Wachstumsraten, daß die Inflation unter Kontrolle gehalten werden kann, wohl nur mit Produktivitätszuwachsen und nicht mit einer Zunahme der Beschäftigung einhergehen – insbesondere in Europa, wo die Rigiditäten des Arbeitsmarktes den Investoren weiterhin Anreiz geben könnten, Arbeit durch Kapital zu ersetzen. Angesichts dieser Bedingungen auf den Arbeits- und Gütermärkten läßt sich nur die Schlußfolgerung ziehen, daß es keine – wie auch immer geartete – *makroökonomische* Politik gibt, die für sich genommen gleichzeitig Vollbeschäftigung und Preisstabilität herbeiführen könnte. Mit anderen Worten: Eine wesentlich größere Flexibilität der Märkte ist die Vorbedingung dafür, daß makroökonomische Instrumente wieder wirkungsvoll eingesetzt werden können.

### **Strukturelle Veränderungen der Finanzmärkte**

Ein zweiter Bereich, der Anlaß zur Sorge gibt, hat mit den strukturellen Veränderungen der Finanzmittlertätigkeit und der Arbeitsweise der Finanzmärkte zu tun, wie sie bereits seit geraumer Zeit zu beobachten sind. Diese Veränderungen, die teilweise nicht unabhängig voneinander sind, vollziehen sich in dreifacher Hinsicht. Zunächst einmal ist hier auf die finanziellen Innovationen hinzuweisen, d. h.

die Herausbildung neuer finanzieller Techniken und Instrumente. Ursächlich hierfür ist eine ganze Reihe von Faktoren, worunter der wichtigste der sein dürfte, daß die Marktteilnehmer bestrebt sind, die steuerlichen und administrativen Belastungen zu minimieren und sich gegen das Risiko unerwarteter Zins- und Wechselkurschwankungen abzusichern. In vielen Fällen hat der technologische Fortschritt die praktische Umsetzung innovativer Ideen erleichtert. An wichtigen Beispielen solch finanzieller Innovationen sei hier verwiesen auf die zunehmende Bedeutung von Zinsgleitklauseln, Zins- und Währungsswaps, verschiedene Standby-Arrangements, bei denen der Kreditnehmer die gewünschten Beträge durch die Plazierung von Anleihen bzw. Notes mobilisieren kann, sowie die Märkte für Financial Futures.

Die zweite Gruppe von Veränderungen läßt sich unter der Überschrift „institutionelle Entspezialisierung“ zusammenfassen; damit ist gemeint, daß die Trennungslinien zwischen verschiedenen Gruppen finanzieller Institutionen wie auch innerhalb der einzelnen Gruppen und der Rolle, die die offenen Märkte spielen, im Schwinden begriffen sind. Zum Teil hat sich diese Entwicklung schrittweise innerhalb des vorgegebenen gesetzlichen Rahmens vollzogen, wobei dies des öfteren geradezu daraus resultierte, daß in verschiedenen Bereichen der Kreditvermittlung neue finanzielle Instrumente benutzt wurden. Ein anderer Einflußfaktor ist in den von den zuständigen Stellen ergriffenen Maßnahmen zur Entregulierung der Märkte zu sehen, und auch die starke Zunahme der Finanzanlagen sowie die hiermit in Zusammenhang stehenden Bemühungen der einzelnen finanziellen Institutionen, ihre Dienstleistungspalette zu erweitern, haben hier eine Rolle gespielt.

Die dritte Art struktureller Veränderungen, die sich auf die Kreditmittlertätigkeit und die Finanzmärkte ausgewirkt haben, war die Internationalisierung auf diesem Gebiet – ein Prozeß, der bereits in den sechziger Jahren begonnen hat und sich inzwischen verlangsamt haben mag. Er hat heute aber ein solches Ausmaß erreicht, daß sich Art und Weise der Kreditvermittlung gravierend verändert haben. Ganz allgemein kann dies an der raschen Expansion der grenzüberschreitenden Kapitalströme gesehen werden (mit erheblichen Konsequenzen für die Wechselkursentwicklung, auf die weiter unten eingegangen wird). Im einzelnen hat der Prozeß der Internationalisierung am deutlichsten die Bankensysteme der Industrieländer berührt. Das internationale Geschäft der Banken hat in den letzten fünfzehn Jahren außerordentlich stark zugenommen. Dies spiegelt sich nicht nur in dem hohen Anteil von Forderungen und Verbindlichkeiten des Auslands in den Bankbilanzen wider, sondern auch in dem oft noch wachsenden Anteil der Bilanzposten in fremder Währung, in dem bisweilen erheblichen Ausmaß der internationalen Interbankverschuldung und in den in Relation zum Eigenkapital hohen Länderrisiken.

Die dargelegten Veränderungen sind weitreichend und gravierend; sie erfassen das gesamte Umfeld, in welchem die Finanzmärkte und die Kreditmittler tätig sind. Dies gilt insbesondere für die USA und Großbritannien, aber auch die Finanzsysteme der anderen Industrieländer sind in starkem Maße betroffen, und sei es auch nur durch die umfangreichen Innovationen bei internationalen Geschäften. Gleichzeitig hatten sich die Finanzsysteme dem fortschreitenden Prozeß der Desinflation anzupassen, der – wie nicht anders zu erwarten – mit Schocks und Risiken

im nationalen wie internationalen Bereich sowie mit stark schwankenden Zinssätzen und erheblich größeren Wechselkursausschlägen einherging. Da es eine vergleichbare Situation bisher noch nicht gegeben hat, können frühere Erfahrungen hier keine Anhaltspunkte für die Analyse bieten.

Ein positiver Aspekt der angesprochenen strukturellen Veränderungen ist darin zu sehen, daß durch sie der Wettbewerb verschärft und das Angebot an finanziellen Diensten erweitert und besser auf die Bedürfnisse der Kunden zugeschnitten wird. Auf eine kurze Formel gebracht läßt sich sagen, daß sie in der Tendenz die Transaktionskosten senken und die Allokationseffizienz der Finanzmärkte steigern sollten. Freilich werfen sie auch eine Reihe von nicht unwichtigen Fragen auf, unter denen zwei offensichtlich von besonderer Bedeutung sind. Die erste bezieht sich auf die Wirksamkeit der Geldpolitik, und zwar insbesondere in jenen Ländern, in denen monetäre Gesamtgrößen als Zwischenziele verwendet werden. Mit der zunehmenden Zahl von Verschuldungsinstrumenten und sich verwischenden Trennungslinien zwischen den einzelnen Institutsarten ist es schwierig geworden zu entscheiden, welche Verpflichtungen welcher Institute von den Währungsbehörden als Zielgröße verwendet werden sollten; darüber hinaus hat die verstärkte Substituierbarkeit finanzieller Forderungen es nicht gerade erleichtert, die Zielvorgaben einzuhalten. Ferner dürfte auch der Transmissionsmechanismus, d. h. die Art und Weise, in welcher vom Zwischenziel der Geldpolitik Einflüsse auf die „reale“ Wirtschaft ausgehen, von den neuen finanziellen Gegebenheiten berührt worden sein. Beispielsweise steht nicht fest, wie und – wenn ja – in welchem Maße Investitionsentscheidungen durch Zinsgleitklauseln oder die Möglichkeit, sich gegen Zinsänderungen über Financial Futures abzusichern, beeinflusst werden. Damit tauchen hinter der einfachen und bestechenden Idee der mit Zielvorgaben arbeitenden Geldpolitik – falls diese Idee wirklich jemals so einfach war – bei näherer Betrachtung eine ganze Reihe von technischen Problemen auf, die den Hauptvorteil eines solchen Konzepts, nämlich die Beeinflussung der Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, zunichte machen könnten. Unter diesen Umständen hängt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik mehr und mehr von den letztlich erzielten Ergebnissen ab, womit den Währungsbehörden in der Tat eine schwere Last aufgebürdet wird.

Befürchtungen mag man – zweitens – auch hinsichtlich des möglichen Einflusses der beschriebenen Veränderungen auf die finanzielle Stabilität haben. Daß vollkommen entregulierte innovative Finanzmärkte mit scharfem Wettbewerb in gleichem, wenn nicht in höherem Maße Stabilität gewährleisten wie Märkte, die aufgrund von Tradition oder offiziellen Vorschriften nach strikten Regeln arbeiten, ist möglich; freilich kann sich eine solche Vermutung, wie bereits erwähnt, nur auf theoretische Erwägungen, nicht aber auf frühere Erfahrungen stützen. Dies ist letztlich jedoch unerheblich. Entregulierung und Innovation, insbesondere im internationalen Rahmen, werden nicht gleichsam über Nacht zu vollkommen freien Märkten führen. Beides ist Teil einer langen Entwicklung, in welcher sich die Rentabilität ganzer Zweige von Finanzintermediären gravierend verändern dürfte, das Management sich einem harten Prozeß des Lernens und der Anpassung wird unterziehen müssen und die Transparenz der finanziellen Institutionen, Transaktionen und Märkte, die für risikobehaftete Entscheidungen aller Marktteilnehmer von grundlegender Bedeutung ist, wohl abnimmt. Die zuständigen Aufsichtsbehörden, von

denen hier ein entgegenwirkender, stabilisierender Einfluß ausgehen sollte, sehen sich in einer solchen Übergangszeit vor schwierige Aufgaben gestellt.

### **Wechselkursentwicklung und Zahlungsbilanzungleichgewichte**

Eines der herausragendsten Ereignisse des Jahres 1984 und der ersten Monate des Jahres 1985 war, daß der hohe Dollarkurs mit einem steigenden Defizit in der Leistungsbilanz der USA einherging. Von Januar 1980 bis Anfang März 1985 ist der reale gewogene Außenwert des Dollars um nahezu 60% gestiegen; ungefähr ein Viertel dieser Aufwertung fiel in die Zeit von Juni 1984 bis Anfang Februar 1985. Im Jahre 1984 erreichte das Leistungsbilanzdefizit der USA die schwindelerregende Höhe von \$ 100 Mrd., was freilich „nur“ 2¼% des Bruttosozialprodukts entsprach und von der relativen Größe her mit dem Leistungsbilanzüberschuß Japans vergleichbar war.

Was hinter diesen Zahlen steht, ist bis zu einem gewissen Grad offensichtlich und auch nicht umstritten. Ein Teil des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA, möglicherweise nicht weniger als die Hälfte, läßt sich auf den im Vergleich zu den anderen Industrieländern zeitlich früheren Konjunkturaufschwung zurückführen. Hingegen dürften protektionistische Maßnahmen des Auslands zwar viele Industriezweige der USA getroffen haben, sie stellen aber keine völlig neue Entwicklung dar und dürften von daher auch kein wichtiger Faktor für die Verschlechterung der amerikanischen Zahlungsbilanz gewesen sein. Zum überwiegenden Teil ist diese Verschlechterung eine Folge der Dollaraufwertung, die die Wettbewerbsfähigkeit des mit ausländischen Herstellern konkurrierenden Sektors der amerikanischen Volkswirtschaft gravierend vermindert hat. Da die Aufwertung des Dollars mit einem wachsenden Defizit in der Leistungsbilanz einhergegangen ist, kann sie nur von den hohen Kapitalzuflüssen her erklärt werden.

An diesem Punkt freilich fällt das Urteil nicht mehr einhellig aus. Einerseits wird argumentiert, daß die Dollarstärke die Attraktivität der USA für ausländische Investoren widerspiegelt habe. Infolge der Steuersenkungen und der von der Regierung ergriffenen angebotsorientierten Maßnahmen sowie des daraus resultierenden starken Wachstums der US-Wirtschaft sei die Rentabilität von Investitionen in den USA verglichen mit solchen in anderen Ländern erheblich gestiegen. Hinweise hierfür liefere die kräftige Zunahme der inländischen Investitionstätigkeit in den USA.

Andererseits wird die Bedeutung der Zinsen und des Haushaltsdefizits in den USA hervorgehoben. Die Stärke des Dollarkurses sei vielmehr dadurch untermauert worden, daß es fortgesetzt – wenn auch nicht immer in gleichem Maße – ein Gefälle der lang- und kurzfristigen Zinsen zum Ausland gegeben habe, was Dollaranlagen begünstigt habe. Dieser Ansicht nach ist das hohe Niveau der Nominal- wie der Realzinsen in den USA in erster Linie auf die erhebliche und zunehmende „strukturelle“ Komponente des Defizits im US-Haushalt zurückzuführen. Gleichzeitig habe die hohe Kreditnachfrage im Inland über die Banken zu Kapitalzuflüssen in die USA geführt, wobei auch von Bedeutung gewesen sei, daß die US-Banken gezögert hätten, ihre Forderungen gegenüber hochverschuldeten Ländern weiterhin

in dem Maße zu erhöhen, wie sie dies in den vorangegangenen Jahren getan hatten. In der Kapitalbilanz der USA scheint diese Entwicklung klar zum Ausdruck zu kommen. In der Tat waren die Banken in erheblichem Maße an den Kapitalzuflüssen in die USA beteiligt; zu erkennen ist des weiteren, daß zinsreagible Kapitalströme von weit größerer Bedeutung waren als Direktinvestitionen oder der Erwerb von Anteilskapital. Schließlich kann auch argumentiert werden – insbesondere, wenn man die wesentlich stärkeren Schwankungen des Dollarkurses in den ersten Monaten des Jahres 1985 im Auge hat –, daß der Wechselkurs, wenn er sich auf einem Niveau bewegt, das mit den grundlegenden wirtschaftlichen Tatbeständen kaum noch etwas zu tun hat, eine eigenständige Entwicklung nehmen und daß – mit anderen Worten – die Devisenspekulation für eine bestimmte Zeit ein sich selbst verstärkender Einflußfaktor werden kann.

Diese Unterschiede in der Beurteilung der Lage lassen natürlich auch die Ansichten über die angebrachten wirtschaftspolitischen Maßnahmen auseinandergehen. Was die mit der gegenwärtigen Situation verbundenen Gefahren betrifft, so sind freilich diese Gegensätze vielleicht nicht ganz so gravierend. Zu Gefahren kann es in dreifacher Hinsicht kommen.

Zunächst einmal ist hier auf die unmittelbaren Folgen für die Wettbewerbssituation des in internationaler Konkurrenz stehenden Wirtschaftssektors der USA hinzuweisen. Der Kursanstieg des Dollars und die sich verschlechternde Leistungsbilanz der USA spiegeln sich in der Tatsache wider, daß die kräftige Zunahme der inländischen Nachfrage kaum einen stimulierenden Einfluß auf die Produktion solcher Güter gehabt hat, die dem Wettbewerb auf den Weltmärkten unterliegen. So hat sich denn auch die Industrieproduktion in den USA in den zehn Monaten bis März 1985 praktisch nicht verändert, und die beschäftigungsfördernden Effekte des Wirtschaftsaufschwungs waren in jenen Bereichen zu verzeichnen – in erster Linie dem Dienstleistungssektor –, die nicht der internationalen Konkurrenz ausgesetzt sind. Dies hat für den Fall, daß der Wechselkurs sich wieder auf ein normaleres Niveau zurückbilden sollte, andernorts zu berechtigten Befürchtungen hinsichtlich der längerfristigen Tendenzen auf dem Arbeitsmarkt geführt. Mehr Anlaß zu unmittelbarer Sorge gibt die Welle protektionistischer Forderungen, wie sie in den USA zu beobachten ist und die die weitere Entwicklung der internationalen Handelsbeziehungen ernsthaft schädigen könnte. Alles in allem ist solchen Forderungen bisher freilich von der Regierung zu Recht nicht nachgegeben worden.

Gelingt es, diese Widerstandslinie aufrechtzuerhalten, so sollten die außerhalb der USA darüber hinaus zum Ausdruck gebrachten Befürchtungen hinsichtlich der Effekte eines hohen Dollarkurses auf die restliche Welt nicht übertrieben werden. Wenn auch die Stärke des Dollars in vielen Industrieländern zu steigenden Importpreisen geführt hat und die Bemühungen der Regierungen, eine auf Bekämpfung der Inflation gerichtete Politik zu betreiben, von daher unterlaufen worden sind, so ist dieser Effekt doch bis zu einem gewissen Grad durch die korrespondierende Schwäche der Preise von auf Dollarbasis gehandelten Rohstoffen ausgeglichen worden. Richtig ist ferner, daß unter den gegebenen Umständen das Zinsgefälle nicht in dem Maße erhöht werden konnte, wie dies angesichts der verhaltenen inländischen Investitionsnachfrage in einer Reihe von Industrieländern wünschenswert gewesen wäre. Die Realzinsen sind auch außerhalb der USA vergleichsweise hoch geblieben.

Diese beiden von den USA ausgehenden negativen Einflüsse sind freilich mehr als wettgemacht worden durch die Rückwirkungen, die sich für die restliche Welt aus der Lokomotivrolle der US-Wirtschaft ergeben haben und ohne die es nicht zu einer Belebung des Welthandels gekommen wäre, sowie durch das große Leistungsbilanzdefizit der USA, ohne das der Prozeß der außenwirtschaftlichen Anpassung in den verschuldeten Ländern nicht so weit fortgeschritten und vor allem schmerzhafter verlaufen wäre.

Sorgen muß man sich also nicht so sehr um die Gegenwart als vielmehr um die Zukunft machen, und zwar wegen der störenden Einflüsse, die sich beim Entflechten der gegenwärtigen wirtschaftlichen Verwicklungen möglicherweise nicht werden vermeiden lassen. Ein so hohes Leistungsbilanzdefizit, wie es die USA zur Zeit aufweisen, kann nicht von Dauer sein. Es impliziert, daß sich die Position der USA als internationaler Investor rapide verschlechtert, und in der Tat ist die reichste Volkswirtschaft der Welt inzwischen zu einem Nettoschuldnerland geworden. Wenn auch niemand vorhersagen kann, wo in quantitativer und zeitlicher Hinsicht die Grenzen einer solchen Entwicklung liegen, so kann es doch keinen Zweifel darüber geben, daß solche Grenzen existieren. Angesichts der hohen Integration der internationalen Finanzmärkte und der Geschwindigkeit, mit der sich die Märkte für Vermögenswerte üblicherweise wechselnden Erwartungen anpassen, liegt eine Gefahr darin, daß die Vorteile einer weiteren Aufstockung von Dollaranlagen von den Marktteilnehmern plötzlich grundlegend neu eingeschätzt werden. Hält man sich vor Augen, von welcher Bedeutung die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland für die Finanzierung der US-Wirtschaft gewesen sind, so wird deutlich, daß das Zinsniveau in den USA von einer solchen Entwicklung – sollte sie bestimmte Grenzen überschreiten – beeinflusst werden würde. Da die Gütermärkte nicht so schnell reagieren, kann das Leistungsbilanzdefizit nicht so rasch abgebaut werden und *wird* natürlich durch Kapitalzuflüsse finanziert werden. Es ist aber zu fragen, bei welchem Niveau von Zinsen und Wechselkursen dies geschieht und zu welch gravierenden negativen Einflüssen in realer wie finanzieller Hinsicht es kommt. Was wäre zudem, wenn diese Anpassung zeitlich mit einem Nachlassen der konjunkturellen Auftriebskräfte oder vielleicht sogar einer Rezession in den USA einherginge? Würde unter diesen Umständen nicht ein deutlicher Rückgang der US-Zinsen verhindert, der doch wichtig wäre, um die inländischen und internationalen Auswirkungen einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA zu mildern?

Zu dem Zeitpunkt, als dieser Bericht in Druck ging, d. h. am 13. Mai, war der Dollar gegenüber dem in der zweiten Februarhälfte registrierten Höchststand im gewogenen Durchschnitt um 8% gefallen; gegenüber dem Pfund Sterling und den wichtigsten EWS-Währungen hat er sich sogar noch stärker abgewertet. Obwohl dieser Kursrückgang – mit erheblichen Schwankungen von Tag zu Tag und sogar von Stunde zu Stunde – recht plötzlich vor sich gegangen ist, hat er bisher nicht eine solche Kette von negativen Ereignissen ausgelöst. Wie wahrscheinlich eine derartige Entwicklung für die Zukunft ist, läßt sich nicht sagen; es ist möglich, daß sich der Wechselkurs vom gegenwärtig immer noch hohen und auf Dauer nicht zu haltenden Niveau aus allmählich und in geordneten Bahnen zurückbildet. Aber es steht viel auf dem Spiel, und es ist die Pflicht eines jeden politisch Verantwortlichen, alles zu tun, um finanzielle Störfaktoren der oben dargelegten Art zu vermeiden

– auch wenn man nicht einmal annähernd sagen kann, mit welcher Wahrscheinlichkeit es zu einer solchen Entwicklung kommen könnte. Festzuhalten bleibt somit, daß es ein vorrangiges Ziel der Wirtschaftspolitik sein sollte, das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA auf geordnetem Wege zu beseitigen.

### Die internationale Verschuldungssituation

Die positiven Entwicklungen der internationalen Verschuldungssituation, die im letzten Jahresbericht herausgestellt worden sind, haben sich inzwischen gefestigt. Die Umschuldungsverhandlungen zwischen den Hauptschuldnerländern und den Banken sind unter der Aufsicht des Internationalen Währungsfonds im großen und ganzen in geordnetem Rahmen vonstatten gegangen. Die Hindernisse zu überwinden war nicht leicht, doch waren sich letztlich beide Verhandlungsseiten über ihre Verantwortung im klaren. Die neuen Vereinbarungen wären nicht möglich gewesen, wenn nicht viele Schuldnerländer weiterhin bemüht gewesen wären, zu einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht zu kommen. Daß sie in vielen Fällen große Handelsüberschüsse ausweisen konnten, ist zu einem guten Teil der lebhaften Expansion der Inlandsnachfrage in den USA und deren hohem Handelsdefizit sowie der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung in den übrigen Teilen der industrialisierten Welt zuzuschreiben. Nach wie vor gibt es freilich zwischen den einzelnen Schuldnerländern, was die zur außenwirtschaftlichen Anpassung ergriffenen Maßnahmen und die dabei erzielten Fortschritte angeht, beachtliche Unterschiede – ein Tatbestand, der es im nachhinein rechtfertigt, daß man sich den Verschuldungsproblemen Fall für Fall zugewandt hat.

Trotz der erzielten Fortschritte ist man in einigen Schuldnerländern, insbesondere in Lateinamerika und Afrika, von der endgültigen Lösung der Probleme noch weit entfernt. Hier vor übertriebenen Hoffnungen zu warnen ist sowohl im Hinblick auf die wirtschaftliche Situation in den jeweils betroffenen Ländern als auch hinsichtlich der potentiellen Veränderungen des internationalen Umfelds angebracht.

Die binnenwirtschaftlichen Probleme der Schuldnerländer Afrikas unterscheiden sich grundlegend von denen der lateinamerikanischen Länder. Viele afrikanische Staaten sehen sich vor die Aufgabe außenwirtschaftlicher Anpassung in einer Situation gestellt, die durch absolute Armut großer Teile der Bevölkerung, eine durch Dürre beeinträchtigte Landwirtschaft und Jahre des wirtschaftlichen Fehlverhaltens gekennzeichnet ist, was einen zunächst noch – wenn auch nur langsam – fortschreitenden Entwicklungsprozeß zu einem rapiden Wirtschaftsverfall hat werden lassen. In einer solchen Situation sollten – bei gleichzeitiger internationaler Unterstützung – kurzfristige Anpassungsmaßnahmen mit einer auf die längerfristige Entwicklung zielenden Politik einhergehen.

Die meisten Schuldnerländer Lateinamerikas befinden sich bereits seit längerem auf einem solchen Entwicklungspfad; sie verfügen über eine große Zahl gut ausgebildeter Arbeitskräfte und eine mehr oder weniger diversifizierte industrielle Basis; in vielen dieser Länder gibt es zudem umfangreiche Rohstoffvorkommen, darunter in manchen Fällen auch Energiequellen. Darüber hinaus haben sie ihre



Fähigkeit, ihre Handelsbilanz in beachtlich kurzer Zeit zu verbessern, unter Beweis gestellt. Man kann jedoch mit gutem Grund befürchten, daß die außenwirtschaftliche Anpassung nicht genügend durch binnenwirtschaftliche Anpassungen untermauert worden ist, um von Dauer zu sein. Aus zwei Gründen, die in den einzelnen Ländern von unterschiedlicher Bedeutung sind, kann man hier Bedenken haben. Der eine Grund ist die Inflation, die in vielen der betroffenen Länder praktisch immer noch außer Kontrolle ist; in der Tat scheint sich die Situation in einigen Ländern sogar verschlechtert zu haben. Man kann zumindest bezweifeln, ob ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht auf Dauer erreichbar ist, wenn dieses Problem, das wohl auf eine zu laxe Geldpolitik, negative Realzinsen und die Indexierung der Löhne zurückzuführen ist, nicht in Angriff genommen wird. Der zweite Grund zur Sorge ist in der binnenwirtschaftlich orientierten, protektionistischen Industriepolitik zu sehen, die – in auffallendem Gegensatz zu den asiatischen Ländern – eher darauf zielt, Importe zu substituieren als Exporte zu fördern. In einigen Ländern hat es allerdings Anzeichen für eine positivere Entwicklung gegeben, die sich freilich nicht verallgemeinern läßt.

Dies vorausgeschickt, bleibt festzuhalten, daß die Anpassungsbemühungen – auf welche Weise und wie nachhaltig sie auch immer betrieben werden – von der Größe des Verschuldungsproblems in einer großen Zahl lateinamerikanischer, aber auch in einer Reihe anderer Länder her gesehen nur dann von dauerhaftem Erfolg sein können, wenn das internationale Wirtschaftsklima relativ günstig bleibt. Im Falle der höchstverschuldeten Länder beläuft sich die Auslandsverschuldung auf mehr als das Dreifache der jährlichen Exporte. Bei einer Zinsbelastung von 11–12% pro Jahr bedeutet dies, daß ein Leistungsbilanzüberschuß (ohne Zinszahlungen gerechnet) in Höhe eines Drittels der gesamten Exporteinnahmen erforderlich wäre, wenn der Zinsendienst nicht zu einem Anstieg der Auslandsverschuldung führen soll. Diese Relation hat sich im vergangenen Jahr im Schnitt ein wenig verbessert, was die Ansicht stützt, daß auch in Fällen einer solch hohen Auslandsverschuldung die Lokomotivfunktion der US-Wirtschaft die negativen Einflüsse der hohen Dollarzinsen aufgewogen hat. Es ist von besonderer Wichtigkeit, daß sich diese Entwicklung nicht wieder umkehrt, sondern möglichst fortsetzt. Zugleich wird hier eindrucksvoll die Notwendigkeit eines „soft landing“ illustriert, d.h. die Ungleichgewichte in der amerikanischen Wirtschaft so zu beheben, daß die weltweiten Effekte eines Wachstumsrückgangs in den USA zu einem großen Teil bei rückläufigen Dollarzinsen durch das schnellere Wirtschaftswachstum in den übrigen Industrieländern ausgeglichen werden.

Selbst wenn dies gelänge, dürfte angesichts der hier in Frage stehenden Größenordnungen ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht von den am höchsten verschuldeten Ländern auf Dauer nicht allein dadurch erreicht werden können, daß deren Leistungsbilanzen sich günstig entwickeln. Auch die autonomen internationalen Kapitalströme müßten sich zugunsten dieser Volkswirtschaften verändern, und zwar so, daß dadurch die an das Ausland zu zahlenden Zinsen nicht steigen. Es gibt zwei Arten von Kapitalimporten, die diesem Kriterium genügen: Direktinvestitionen und die Rückführung von Fluchtgeldern. Beide beruhen in starkem Maße auf Vertrauen, das wiederherzustellen die vorrangige Aufgabe einer richtig verstandenen Wirtschaftspolitik ist.

## II. FORTSCHREITENDE WIRTSCHAFTSERHOLUNG UND STRUKTURELLE ANPASSUNG

### Schwerpunkte

1984 dürfte für die Industrieländer im längerfristigen Rückblick zu den besseren Jahren zählen. Mit durchschnittlich fast 5% verzeichneten die Länder der Zehnergruppe eine der höchsten Wachstumsraten seit 1973 und erzielten gleichzeitig weitere Erfolge an der Inflationsfront.

Auf der anderen Seite nahmen die internationalen Ungleichgewichte wieder zu, und in Europa verharrte die Arbeitslosigkeit auf hohem Stand. Folglich richteten sich die Blicke vermehrt auf den zwischen den USA und Europa bestehenden Gegensatz in der allgemeinen Wirtschaftspolitik. Eine Ansicht ging dahin, daß das US-Konzept grundsätzlich richtig sei und sich vielleicht „exportieren“ lasse. Eine andere betonte die Gefahren, die der Weltwirtschaft als Ganzem aus den Defiziten im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz der USA drohen, sowie die Notwendigkeit für andere Länder, ihre mittelfristige Politik der strukturellen Anpassung fortzuführen.

Die konjunkturelle Erholung im Jahre 1984 wurde – wie bereits 1983 – von den USA angeführt. Eine sehr rasch zunehmende Binnennachfrage vermittelte der übrigen Welt im Zusammenspiel mit einem weiteren Kursanstieg des Dollars ungewöhnlich kräftige Impulse. Japan und Kanada wurden davon besonders begünstigt. Auch in Europa beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum, war aber generell immer noch relativ schwach. Die Mitte 1984 einsetzende und in den ersten Monaten dieses Jahres deutlicher erkennbare Wachstumsverlangsamung in den USA muß deshalb einige Sorge bereiten.

Die Inflation blieb 1984 im allgemeinen auf ihrem niedrigen Niveau oder ging dort, wo sie noch hoch war, weiter zurück. Letzteres war trotz nachgebender Wechselkurse vor allem in einigen europäischen Ländern der Fall. Offenbar paßten sich die Dollarpreise für Rohstoffe – über eine in diesem Ausmaß unerwartete Tendenz zur Schwäche hinaus – etwas den Wertveränderungen ihrer Bezugswährung an. Von größerer Bedeutung, auch für die Zukunft, war und ist die anhaltend maßvolle Entwicklung der Lohnkosten, die mit einer weiteren, leichten Verbesserung der Ertragsspannen einherging.

Die Arbeitslosigkeit nahm in den USA im vergangenen Jahr langsamer ab als 1983, als sie kräftig zurückgegangen war. In Europa konnten keine größeren Erfolge beim Abbau der hohen Arbeitslosigkeit erzielt werden, wenn auch mancherorts die Beschäftigung wieder zu steigen begann.

Die Arbeitslosigkeit in Westeuropa wird in erheblichem Maße durch längerfristige Faktoren beeinflusst, die aus den Bereichen Staatsfinanzen, Bevölkerungsentwicklung und Arbeitskosten herrühren. Angesichts der ergriffenen strukturellen

Anpassungsmaßnahmen könnte das Wirtschaftswachstum noch für einige Zeit auf Impulse der Auslandsmärkte angewiesen sein. Wenn dem so ist und man zudem die Kursschwankungen des Dollars im März und im April in die Überlegungen einbezieht, dann erscheint es eminent wichtig, sich frühzeitig mit den wirtschaftspolitischen Unausgewogenheiten in den USA zu beschäftigen. Eine entsprechende Korrektur der Wirtschaftspolitik könnte verhindern, daß die dortigen Fehlentwicklungen die von den USA während der vergangenen zwei Jahre auf die übrige Welt übertragenen konjunkturellen Anregungen abrupt in ihr Gegenteil verkehren.

Danach könnte dann an eine Fortsetzung solcher längerfristiger Maßnahmen gedacht werden, die insbesondere auf Eindämmung der öffentlichen Ausgaben, Steuersenkungen und höhere Flexibilität am Arbeitsmarkt zielen, um so die selbsttragenden Kräfte der konjunkturellen Erholung in Europa zu stärken.

### Produktion und Nachfrage

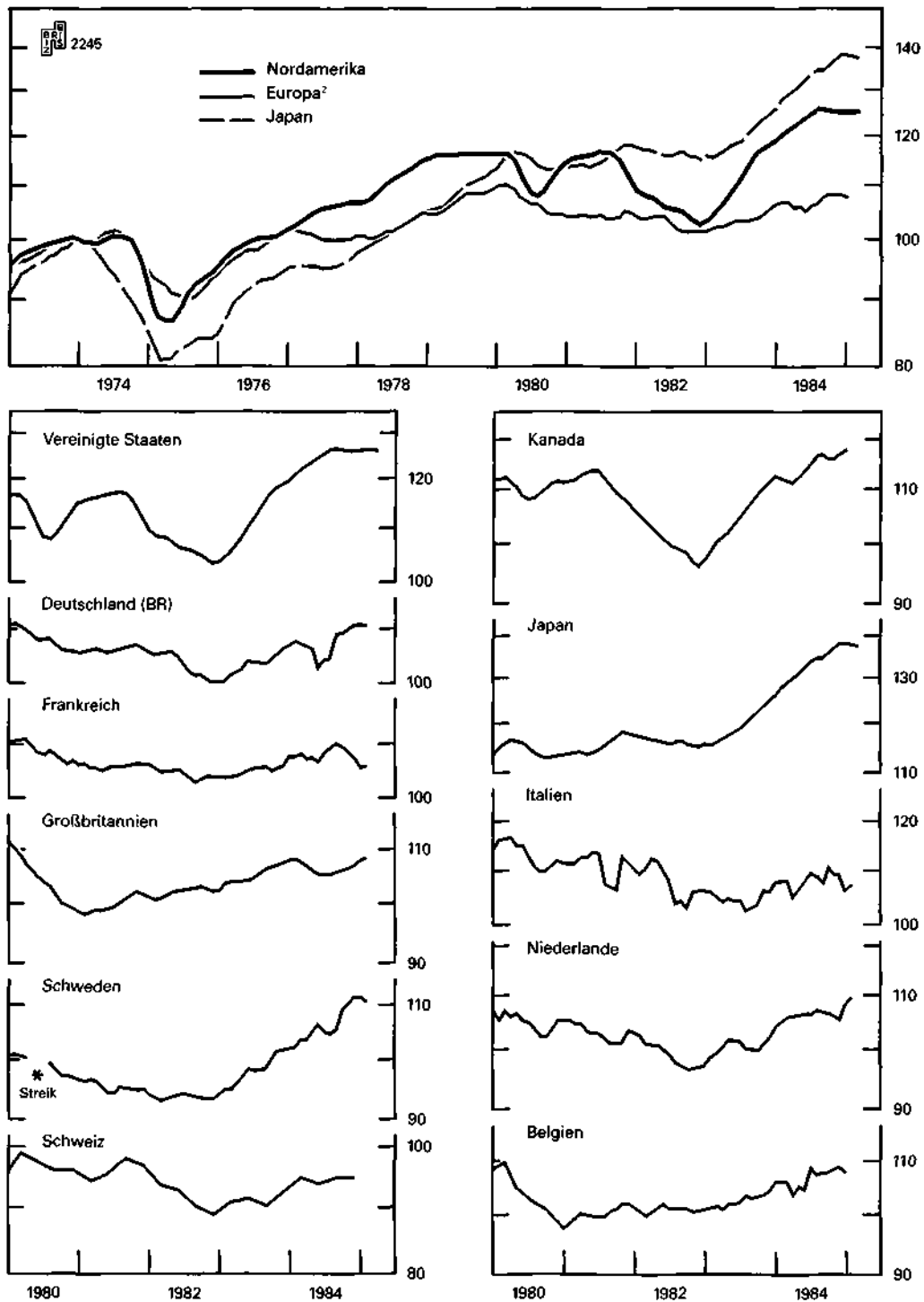
Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Ländern der Zehnergruppe erhöhte sich im vergangenen Jahr durchschnittlich um nahezu 5%. Dies war eines der besten Jahresergebnisse seit 1973. Die Produktionsausweitung schloß sich an die bereits 1983 in Gang gekommene wirtschaftliche Erholung an und führte sie weiter. Im ersten Halbjahr war das Produktionswachstum in den USA mit einer Jahresrate von rund 8¼% besonders kräftig. In der Tat könnten – für die Industrieländer insgesamt – die Wachstumsraten im gegenwärtigen Aufschwung ihren Höhepunkt nunmehr überschritten haben. Allerdings haben sich Befürchtungen in Hinblick auf eine deutliche Abschwächung der konjunkturellen Auftriebskräfte in den USA, die im Anschluß an die Veröffentlichung der Daten über das Bruttosozialprodukt im dritten Quartal aufgekommen sind, als verfrüht erwiesen. Nach einem aufs Jahr hochgerechneten Wachstum von nur 1¼% in jenem dritten Quartal schnellte die Rate im vierten Quartal wieder auf 4¼% empor. Allerdings scheint die Entwicklung in den ersten drei Monaten dieses Jahres darauf hinzudeuten, daß der Wirtschaftsaufschwung in den USA tatsächlich an Dynamik verloren hat.

Kurzfristige fiskalpolitische Impulse auf der Nachfrageseite haben zweifellos eine Rolle beim jüngsten Aufschwung in den USA gespielt. Gleichwohl ist wichtig, daß sie weder überbetont noch losgelöst von längerfristigen, strukturellen Merkmalen der US-Wirtschaft und vom allgemeinen wirtschaftspolitischen Kontext gesehen werden. Zunächst einmal wäre hier die Geldpolitik zu erwähnen, die entscheidend zur Eindämmung der Inflation nach 1979 beigetragen hat. Dieser Fortschritt bedeutete seinerseits, daß eine gewisse Lockerung der geldpolitischen Zügel, wie sie im zweiten Halbjahr 1982 erfolgte, möglich und erfolgversprechend war. Mehr grundsätzlich gesehen kann man auch eine der US-Wirtschaft eigene angebotsseitige Elastizität erwähnen – eine Eigenschaft, die zu beleben und zu fördern mit Hilfe der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in jüngster Zeit versucht worden ist.

Neben den USA verzeichneten auch Japan und Kanada im letzten Jahr ein verhältnismäßig kräftiges Wirtschaftswachstum (s. Tabelle auf S. 16). In beiden

# Industrieproduktion<sup>1</sup>

Dezember 1973 = 100



<sup>1</sup> Gleitende Dreimonatsdurchschnitte; die Indizes für Nordamerika und Europa wurden auf der Basis der Wechselkurse des Vorjahres als mit den Bruttoinlandsprodukten gewogener Durchschnitt errechnet. <sup>2</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz.

Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten<sup>1</sup>

	Jahr	Reales BSP	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen privat			Ausfuhr	Einfuhr	Vorrats- investi- tionen <sup>2</sup>
			privat	öffent- lich	ohne Wohn- ungs- bau	Wohn- ungs- bau	öffent- lich			
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA .....	1981	2,5	2,0	0,9 <sup>3</sup>	5,5	- 5,5		0,7	7,0	1,1
	1982	- 2,1	1,3	2,0 <sup>3</sup>	- 4,7	-15,0		- 7,8	1,3	- 1,4
	1983	3,7	4,8	- 0,3 <sup>3</sup>	2,5	41,7		- 5,6	7,6	0,5
	1984	6,8	5,3	3,5 <sup>3</sup>	19,8	12,2		4,7	27,0	1,9
	1984 IV	5,7	4,2	7,6 <sup>3</sup>	15,8	2,4		4,3	15,4	0,6
Japan .....	1981	4,1	0,7	5,2	5,6	- 2,5	4,3	15,9	5,4	- 0,1
	1982	3,4	4,3	1,8	3,7	- 0,6	0,4	3,6	2,7	0,0
	1983	3,4	3,4	3,0	3,3	- 5,6	- 0,4	4,6	- 4,5	- 0,5
	1984	5,7	2,7	2,2	11,1	- 1,1	- 1,6	18,1	12,5	0,3
	1984 IV	6,4	2,2	2,1	12,5	0,9	- 0,9	17,7	7,2	0,1
Deutschland (BR)	1981	- 0,2	- 0,6	1,5	- 2,8	- 4,5	- 8,7	8,4	0,7	- 1,6
	1982	- 1,0	- 1,4	- 1,0	- 3,7	- 4,2	- 9,3	4,6	2,2	0,0
	1983	1,3	1,1	0,2	5,0	4,7	- 8,2	- 1,3	0,5	0,7
	1984	2,6	0,6	2,0	1,3	2,4	- 1,4	7,9	5,7	0,6
	1984 IV	2,8	0,3	3,0		1,4 <sup>4</sup>		10,4	4,9	- 0,2
Frankreich .....	1981	0,2	2,0	2,2	- 2,4	- 0,1	- 1,8	5,3	1,6	- 1,8
	1982	2,0	3,5	2,6	- 0,4	- 3,4	5,6	- 2,2	6,3	1,6
	1983	0,7	1,1	1,8	- 2,4	- 2,6	2,2	3,8	- 0,7	- 1,9
	1984	1,8	0,5	0,9	0,4	- 6,0	- 3,0	6,9	2,9	0,9
	1984 IV	2,0	0,0	0,1	- 0,1	- 6,4	- 0,7	4,6	3,9	2,2
Großbritannien <sup>5</sup>	1981	- 1,4	- 0,3	0,2	- 5,7	- 5,6	-16,3	- 1,8	- 3,4	0,1
	1982	2,0	0,8	0,7	9,1	9,2	0,1	1,0	3,9	0,7
	1983	3,1	3,9	2,5	- 1,3	9,6	12,5	1,4	5,5	0,7
	1984	2,4	1,5	1,0	11,6	1,0	3,7	6,5	8,7	- 0,4
	1984 IV	2,3	1,0	1,5	13,9	- 4,4	- 5,2	9,5	9,8	0,2
Italien .....	1981	0,2	0,5	3,3		0,0 <sup>4</sup>		5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,5	0,5	2,6		- 5,2 <sup>4</sup>		0,7	1,5	0,0
	1983	- 0,4	- 0,3	2,4		- 3,8 <sup>4</sup>		3,3	0,1	- 0,7
	1984	2,6	1,8	2,7		4,1 <sup>4</sup>		7,0	9,6	0,6
	1984 IV	1,7		2,4		5,4 <sup>4</sup>		6,1	12,2	
Kanada .....	1981	3,3	1,7	2,5	7,7	3,9	2,4	3,1	4,5	1,0
	1982	- 4,4	- 2,0	0,7	- 9,1	-21,0	4,2	- 1,6	-11,2	- 3,3
	1983	3,3	3,1	0,3	-12,4	24,7	1,1	6,4	8,1	2,6
	1984	4,7	3,4	2,8	0,5	- 3,8	7,0	19,7	15,5	0,6
	1984 IV	3,7	3,1	2,0	0,4	1,2	7,4	12,5	5,9	- 0,7
Zehnergruppe <sup>6</sup>	1981	1,8	1,2	1,7		0,8 <sup>4</sup>		4,9	1,5	0,0
	1982	- 0,5	1,4	1,4		- 3,0 <sup>4</sup>		- 0,4	1,7	- 0,6
	1983	2,7	3,3	0,8		3,7 <sup>4</sup>		1,0	2,5	0,2
	1984	4,9	3,4	2,9		8,5 <sup>4</sup>		8,5	12,1	1,1
	1984 IV <sup>7</sup>	4,7	2,8	4,8		7,5 <sup>4</sup>		9,0	9,3	

<sup>1</sup> Die Zahlen für 1984 sind vorläufig.

<sup>2</sup> Anlageinvestitionen insgesamt.

<sup>3</sup> Gewichte und Wechselkurse von 1982.

<sup>4</sup> In Prozent des BSP des Vorjahres.

<sup>5</sup> Die BSP-Zahlen weisen Veränderungen des durchschnittlichen Schätzwertes aus.

<sup>6</sup> Nur die sieben größten Länder.

Ländern spielte hierfür der Export eine bedeutende Rolle, in Japan zudem die Anlageinvestitionen der Unternehmen.

In Europa fiel die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums mit durchschnittlich 2½% im letzten Jahr nach 1¼% im Jahre 1983 bescheidener aus. Die Exportnachfrage war bekanntlich eine wichtige Auftriebskraft — besonders in Deutschland, wo die Exporte im vierten Quartal dem Volumen nach um rund

10½% über ihrem Vorjahresniveau lagen. Überdies hat in jenen Ländern, die die größten Fortschritte bei der Verfolgung ihrer längerfristigen finanzpolitischen Ziele gemacht haben, die *Intensität* der Haushaltskonsolidierung – mit den damit einhergehenden kurzfristigen Nachfrageeffekten – etwas nachgelassen.

Mit dieser Einschränkung gilt allerdings – besonders im Gegensatz zu den USA – nach wie vor, daß die europäischen Regierungen sich im großen und ganzen von der Notwendigkeit leiten ließen, weitere Fortschritte bei der Rückführung der staatlichen Haushaltsdefizite zu erzielen. Während jedoch im Anfangsstadium des Desinflationsprozesses die kurzfristigen Nachfrageeffekte der Konsolidierung des Staatshaushalts mancherorts durch eine (wohl hauptsächlich aufgrund der sehr viel niedrigeren Inflation) sinkende Sparquote in erheblichem Maße kompensiert worden waren, war im letzten Jahr eine solche Stütze der Konsumausgaben weniger deutlich auszumachen. So stiegen denn auch die Verbrauchsausgaben in den drei größten europäischen Ländern im vergangenen Jahr langsamer als 1983.

Schließlich kommt hinzu, daß in Deutschland und Großbritannien die Produktion 1984 durch größere Arbeitskämpfe beeinträchtigt wurde. Im Falle Deutschlands ergab sich dadurch hauptsächlich eine andere Verteilung des Wachstums auf die einzelnen Quartale, während in Großbritannien die Produktion durch den Bergarbeiterstreik auch auf das ganze Jahr gesehen zurückging, möglicherweise um nicht weniger als 1–1½%. Die relativ starke Importnachfrage, die in Großbritannien um fast 9% zunahm, war teilweise – aber auch nur teilweise – ein Spiegelbild dieses Konflikts.

Aus dem vorstehenden Überblick geht natürlich nicht ausreichend deutlich hervor, wie unterschiedlich die wirtschaftliche Entwicklung auf kürzere Sicht verlief, insbesondere in den USA einerseits und in Europa andererseits. Die bloßen Fakten sprechen für sich. Während des Zweijahreszeitraums bis zum vierten Quartal des vergangenen Jahres stieg die Erzeugung in den USA mit der höchsten Zuwachsrate, die während der letzten zwanzig Jahre für einen solchen Zeitraum zu verzeichnen war – nämlich mit jährlich 6,1%. Bedeutsamer für die Weltwirtschaft war, daß die Inlandsnachfrage in den USA dem Volumen nach erheblich schneller zunahm als die inländische Erzeugung, so daß die überschüssige Nachfrage zwangsläufig in Importe ging, was in den anderen Ländern konjunkturanregend wirkte. Im vergangenen Jahr stieg die inländische Nachfrage in den USA um 8¼%, nach 5% 1983. Dies bedeutet, daß während der vergangenen zwei Jahre etwas über 70% der Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im OECD-Raum auf die USA entfielen, wohingegen der Anteil der USA am zusammengefaßten Sozialprodukt dieses Gebiets nur etwa 40% beträgt.

Die Folge davon war, daß die Importe der USA in den vergangenen zwei Jahren ihr mit Abstand schnellstes Wachstum seit Ende des Zweiten Weltkriegs verzeichneten (insgesamt rund 43½%). Wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgehen dürfte, war die ungewöhnlich kräftige Nachfrageexpansion in den USA zwar ein bedeutender Faktor, aber auch der Kursanstieg des Dollars und die damit einhergehenden hohen Einbußen der USA an Wettbewerbsfähigkeit haben eine wichtige Rolle gespielt.

USA: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen

Zeitraum	Zunahme des Einfuhrvolumens	Veränderung der inländischen Gesamtnachfrage <sup>1</sup>	Beitrag durch		Zunahme der Einfuhr	
	Zweijahresrate in Prozent		Trendfaktoren <sup>2</sup>	sonstige Einflüsse <sup>3</sup>	in Milliarden US-Dollar <sup>4</sup>	in Prozent des BSP des OECD-Raums <sup>5</sup>
1967 1. Halbjahr bis 1969 1. Halbjahr .....	21,7	9,1	6,7	5,9	10,3	1,1
1971 1. Halbjahr bis 1973 1. Halbjahr .....	20,8	11,3	5,5	4,0 (–16,2)	27,9	1,2
1975 1. Halbjahr bis 1977 1. Halbjahr .....	29,8	12,8	5,8	11,2 (+ 2,9)	57,9	1,7
1982 2. Halbjahr bis 1984 2. Halbjahr .....	43,4	15,2	4,3	23,9 (+27,1)	113,7	3,0

<sup>1</sup> Unter der Annahme einer Elastizität von eins. <sup>2</sup> Berechnet unter Zugrundelegung eines linearen Trends für das Verhältnis der Einfuhren zur gesamten inländischen Nachfrage. <sup>3</sup> Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses des Dollars während der drei Jahre bis zum Ende des jeweiligen Zeitraums an. <sup>4</sup> Jährliche Veränderung der Einfuhr, berechnet auf der Basis von saisonbereinigten Halbjahresangaben. <sup>5</sup> Ohne USA.

Während einerseits das relative Gewicht der amerikanischen Volkswirtschaft in der Nachkriegszeit abgenommen hat, haben andererseits die Einfuhren der USA im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt ständig zugenommen. Folglich stellte der Anstieg der Einfuhren in die USA mit – aufs Jahr umgerechnet – mehr als \$ 110 Mrd. seit dem zweiten Halbjahr 1982 einen starken realen Nachfrageimpuls für die übrige Welt dar. Es ist schwierig, den Mengeneffekt im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft der anderen Industrieländer hinreichend genau zu messen, doch handelt es sich sicherlich um einen Höchstwert – möglicherweise um nicht weniger als 3% des Bruttosozialprodukts des OECD-Raums (ohne USA).

Für die USA selbst bedeutete die Ausweitung des Außenhandelsdefizits natürlich sehr viel mehr als nur das „Abfangen“ eines äußerst kräftigen Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, wie sehr dies auch immer angezeigt gewesen sein mag. Der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit des mit ausländischen Herstellern konkurrierenden Sektors barg die Gefahr in sich, daß an und für sich lebensfähige Produktionskapazitäten für einige Zeit verloren gehen könnten und/oder der Ruf nach protektionistischen Maßnahmen lauter werden und in manchen Fällen längere Zeit als angemessen Gehör finden würde. Für die übrige Welt scheinen jedoch soweit die Vorteile die Nachteile mehr als aufgewogen zu haben.

*Sozialproduktszyklen und Außenwirtschaftssektor.* Der Aufschwung in den USA und die damit einhergehende Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit haben sich für die übrige Welt im allgemeinen mehr in der Entwicklung der Exporte und weniger in jener der Importe niedergeschlagen. Gemessen an den Exporten waren Japan und Kanada die Hauptbegünstigten, obwohl die entsprechenden Vorteile bei den realen effektiven Kosten und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit 1980 größtenteils den europäischen Ländern zugute gekommen sind.

Der Hauptgrund für diesen scheinbaren Widerspruch ist natürlich im beherrschenden Einfluß des vorgegebenen Musters der Handelsströme zu sehen. Da der Großteil der kanadischen Ausfuhren in die USA geht, überrascht es nicht, daß

Vergleich der Beiträge der einzelnen Verwendungsarten zum Wachstum  
des Bruttosozialprodukts in verschiedenen Konjunkturzyklen<sup>1</sup>

Land und Zeitraum	BSP	Außenwirtschaftssektor			Inlandssektor				Vorrats- investi- tionen
		Ausfuhr	Einfuhr <sup>2</sup>	Außen- handels- saldo	Inlands- nachfrage ins- gesamt <sup>3</sup>	privater Ver- brauch	öffent- liche Aus- gaben <sup>4</sup>	Anlage- investi- tionen der Unter- nehmen	
		Veränderung in Prozent des BSP des Basiszeitraums							
USA									
1982 IV–1984 IV ..	12,4	0,7	– 3,2	– 2,5	14,9	6,7	0,7	3,5	2,8
vorangegangene Zyklen .....	10,7	1,1	– 1,6	– 0,5	11,2	6,6	0,6	1,4	1,1
Japan									
1982 IV–1984 IV ..	10,6	6,2	– 1,7	4,5	6,2	2,6	0,3	3,4	0,4
vorangegangene Zyklen .....	18,8	3,3	– 2,9	0,4	18,4	9,0	2,6	4,6	0,4
Deutschland (BR)									
1982 IV–1984 IV ..	6,0	4,7	– 3,7	1,0	5,0	0,8	1,1 <sup>5</sup>	1,4 <sup>6</sup>	1,7
vorangegangene Zyklen .....	10,2	4,8	– 3,6	1,2	9,0	4,4	1,1 <sup>5</sup>	1,8 <sup>6</sup>	1,7
Frankreich									
1982 IV–1984 IV ..	2,9	2,7	– 1,1	1,6	1,3	0,5	0,2	– 0,2	1,3
vorangegangene Zyklen .....	10,9	3,9	– 5,1	– 1,2	12,1	6,6	1,1	1,6	1,6
Großbritannien									
1982 IV–1984 IV ..	5,4	3,6	– 5,5	– 1,9	7,2	2,7	1,0	1,5	2,2
vorangegangene Zyklen .....	5,8	3,7	– 2,9	0,8	5,0	1,7	1,0	1,2	1,3
Italien									
1982 IV–1984 IV ..	2,9	4,3	– 4,2	0,1	2,8		2,2 <sup>7</sup>	0,6 <sup>6</sup>	.
vorangegangene Zyklen .....	12,1	4,3	– 2,2	2,1	10,0		7,4 <sup>7</sup>	2,6 <sup>6</sup>	.
Kanada									
1982 IV–1984 IV ..	11,1	9,0	– 7,5	1,5	9,5	5,1	0,9	– 1,4	3,8
vorangegangene Zyklen .....	11,2	4,1	– 5,3	– 1,2	12,4	7,2	1,5	0,3	1,5
Schweden									
1982 III–1984 III ..	4,8	4,3	– 0,4	3,9	0,9	– 0,4	0,7	0,5	0,6
vorangegangene Zyklen <sup>8</sup> .....	7,6	5,0	– 5,0	0,0	7,6	1,9	1,5	0,3	3,5

<sup>1</sup> Vergleich des gegenwärtigen konjunkturellen Aufschwungs mit der durchschnittlichen Entwicklung in der entsprechenden Zweijahresperiode dreier vorangegangener Zyklen. Bei allen Ländern außer Schweden wurde das zweite Quartal 1975 (Schweden: viertes Quartal 1977) als Ausgangszeitraum für den ersten dieser vorangegangenen Zyklen gewählt. Der Beginn des zweiten Zyklus war im Falle der USA und Kanadas das vierte Quartal 1970, Frankreichs das zweite Quartal 1971, Japans das dritte Quartal 1971, Deutschlands und Schwedens das vierte Quartal 1971, Großbritanniens das erste Quartal 1972 und Italiens das dritte Quartal 1972. Dem dritten Zyklus liegen die folgenden Ausgangszeiträume zugrunde: zweites Quartal 1967 für die USA, Kanada, Japan, Deutschland, Frankreich und Italien sowie drittes Quartal 1966 für Großbritannien. <sup>2</sup> Ein Minuszeichen bedeutet Importzunahme. <sup>3</sup> Einschl. Wohnungsbauinvestitionen. <sup>4</sup> Öffentliche Gesamtausgaben für Güter und Dienstleistungen (laufende und Kapitalrechnung). <sup>5</sup> Ohne öffentliche Investitionen. <sup>6</sup> Einschl. öffentlicher Investitionen und Wohnungsbau. <sup>7</sup> Einschl. der Vorratsinvestitionen. <sup>8</sup> Nur zwei Zyklen.

Kanada nach der tiefen Rezession die stärkste Exportzunahme von allen Ländern der Zehnergruppe im Zweijahreszeitraum bis Ende 1984 verzeichnete, und dies, obwohl die Wettbewerbsfähigkeit durch einen verhältnismäßig starken Anstieg der inländischen Kosten kaum einen günstigen Einfluß gehabt haben dürfte (s. Tabelle auf S. 21). Daneben nahmen auch die kanadischen Importe kräftig zu, was teilweise auf die dynamische Inlandsnachfrage zurückzuführen war.

In Japan wurde der Aufschwung am eindeutigsten vom Außenwirtschaftssektor angeführt. Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit dürften zwar keine



besondere Rolle gespielt haben, doch entfällt rund ein Drittel der japanischen Exporte auf den US-Markt. Bis 1982 war der Anteil der exportierten Güter an der gesamten inländischen Erzeugung – zu konstanten Preisen gerechnet – bereits auf fast 20% angestiegen, eine Verdoppelung der Quote innerhalb von nur zwölf Jahren. Infolgedessen war der rechnerische Beitrag der japanischen Exporte zum Wachstum des Bruttosozialprodukts größer als im Durchschnitt der drei vorherigen Konjunkturaufschwünge, obwohl ihre Zuwachsrate keinen Höchstwert darstellte (s. Tabelle auf S. 19). Gleichwohl blieb der Aufschwung mit einem Produktionsanstieg von insgesamt 10% während acht Quartalen erheblich hinter dem in früheren Aufschwungsphasen zurück, als ohnehin sehr viel höhere säkulare Wachstumsraten die Regel waren. Wie aus der Tabelle hervorgeht, trug die relativ schwache Inlandsnachfrage zu diesem Ergebnis bei.

In Europa machen die Exporte in die USA weniger als 10% der Gesamtausfuhren aus, wobei Großbritannien die einzige größere Ausnahme ist. Andererseits hat, wie bereits erwähnt, die Wechselkursschwäche gegenüber dem Dollar im Durchschnitt eine gewisse Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit auf Preis/Kosten-Basis mit sich gebracht, die vermutlich nicht nur die Exporte in die USA beeinflusst, sondern auch die Position auf in Dollar fakturierenden Drittmärkten verbessert haben dürfte. In der Tat erreichte der Beitrag der Exporte, wie aus der Tabelle hervorgeht, während der gemessen am früheren Standard allgemein langsamen Erholung Werte, die nicht sehr viel niedriger lagen als im Durchschnitt vergangener Zyklen, was freilich erst im vergangenen Jahr ganz deutlich wurde. Besonders in bezug auf Großbritannien und Deutschland ist allerdings ergänzend anzumerken, daß das *auslösende* Moment der Erholung von der Binnenwirtschaft ausging, wozu zweifellos eine entschlossen verfolgte Desinflationspolitik mit beigetragen hat.

Im großen und ganzen weist jedoch der gegenwärtige Aufschwung in Europa nunmehr eine beträchtliche Exportkomponente auf. Es sind sogar Befürchtungen laut geworden, daß dies in zu starkem Maße der Fall sein könnte, in dem Sinne nämlich, daß entweder die Produktionsstrukturen eine Fehlanpassung an ein womöglich nur vorübergehend bestehendes Nachfrageprofil erfahren (ein Teil der Kehrseite des gegenwärtig im international konkurrierenden Bereich der US-Wirtschaft verspürten Problems) oder, im anderen Fall, daß die Investitionen weder in der Exportindustrie selbst noch in anderen Sektoren der Wirtschaft (wo die Nachfrage größtenteils verhältnismäßig flau geblieben ist) in nennenswertem Ausmaß reagieren. Beide genannten Möglichkeiten hängen bekanntlich mit der Frage der Tragfähigkeit der wirtschaftlichen Erholung auf mittlere Sicht zusammen.

Wie bereits weiter oben erwähnt, ist jedoch der Beitrag des Exports zur europäischen Gesamtnachfrage verglichen mit vorhergehenden Zyklen insgesamt nicht ungewöhnlich groß gewesen. Solange zudem die Zusammensetzung der Ausfuhr in die USA (die zwangsläufig am stärksten zugenommen hat) nicht erheblich von jener der Gesamtexporte abweicht, ist die Gefahr wohl gering, daß bestimmte Sektoren der Wirtschaft unter besonders intensiven Druck geraten könnten. Überdies sollte eine verbesserte Rentabilität allgemein investitionsanregend wirken.

Nominale Wechselkurse, Wettbewerbsfähigkeit und Exportwachstum

	Nominaler effektiver Wechselkurs	Lohnstückkosten in Landeswährung	Realer effektiver Wechselkurs basierend auf		Kumulatives Exportwachstum 1982 IV bis 1984 IV <sup>1</sup>
			relativen Lohnstückkosten	relativen Ausfuhrdurchschnittswerten	
	Indexwerte für das dritte Quartal 1984 (1980 = 100)				Prozent
USA .....	147	111	139	136	9
Japan .....	124	99	106	102	32
Kanada .....	112	131	130	100	45
Deutschland (BR) .....	89	106	80	82	16
Niederlande .....	88	102	78	92	13
Frankreich .....	66	144	84	86	10
Italien .....	67	166	99	90	20
Belgien .....	71	107	66	81	8 <sup>2</sup>
Schweden .....	71	122	76	85	20
Großbritannien .....	77	121	81	87	14
Schweiz .....	99	107	91	91	11

<sup>1</sup> Nur Waren; Volumen; vorläufige Angaben. 1984.

<sup>2</sup> Veränderung von den ersten drei Quartalen 1982 zu den ersten drei Quartalen 1984.

Ein Grund für die nicht außergewöhnliche Exportentwicklung in Europa liegt, wie bereits erwähnt, in der vergleichsweise geringen Bedeutung des US-Marktes für die europäischen Exporteure. Ein weiterer ist der, daß sich die Verbesserungen in der preislichen und kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit Europas im Außenhandel auf einen relativ geringen Teil des gesamten Exportmarktes konzentrierten. Für manche Länder – wie Deutschland und die Niederlande – gilt zudem, daß die Wechselkursveränderungen innerhalb Europas bezüglich der Wettbewerbsposition insgesamt tendenziell ein Gegengewicht zum steigenden Dollar bildeten. In diesen Fällen hat sich der nominale gewogene Außenwert der Währung seit 1980 relativ wenig verändert (s. obenstehende Tabelle). In anderen Ländern – wie Frankreich und Italien – wurde ein starker Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses in hohem Maße durch einen anhaltenden Anstieg der inländischen Kosten kompensiert. In wieder anderen Fällen, etwa in Belgien und Schweden, deuten die Angaben der Tabelle darauf hin, daß die Abwertung der Währung für die teilweise Wiedergewinnung der früheren Ertragskraft im Exportsektor genutzt wurde. In der Tat dürften sich auf dem US-Markt die Gewinnspannen stärker erhöht haben, als dies in den Gesamtzahlen zum Ausdruck kommt.

Zusammenfassend kann man sagen, daß die wirtschaftliche Erholung in Europa zwar zunehmend von den Exporten getragen worden ist, aber wohl doch nicht in einem ganz ungewöhnlichen Ausmaß. Daraus ließe sich folgern, daß die Dauerhaftigkeit des Aufschwungs von dieser Seite her nicht besonders gefährdet ist. Da jedoch die USA kaum in der Lage sein dürften, die Vorreiterrolle zeitlich unbegrenzt auszuüben, ist es erforderlich, daß sich die Erholung andernorts zunehmend selbst trägt. In diesem Zusammenhang kommt den Anlageinvestitionen der Unternehmen eine besondere Bedeutung zu.

*Sozialproduktszyklen und ausgewählte Komponenten der inländischen Nachfrage.* In der Tabelle auf S. 19 sind auch die Veränderungsraten der Inlandsnachfrage und einiger ihrer Komponenten einander vergleichend gegenübergestellt. Betrachtet man zunächst die Investitionen der Unternehmen, so zeigt sich, daß diese im Aufschwung des gegenwärtigen Konjunkturzyklus in den USA sehr kräftig expandierten. Die Zahlen legen zudem nahe, diese Entwicklung nicht nur als ein frühes Reagieren der (gewöhnlich verzögert einsetzenden) Investitionstätigkeit auf einen allgemeinen Konjunkturaufschwung anzusehen. Denn bereits in den ersten beiden Jahren der Erholung sind die Unternehmensinvestitionen in den USA deutlich stärker gestiegen als in den ersten drei Jahren der vorherigen Zyklen. Die Entwicklung der Investitionstätigkeit in Japan, Deutschland und Großbritannien muß ebenfalls als günstig beurteilt werden.

Vor dem Hintergrund der mittelfristig angestrebten Eindämmung der öffentlichen Ausgaben erwartet natürlich niemand einen deutlichen unmittelbaren Beitrag von dieser Seite, und im großen und ganzen läßt sich ein solcher Beitrag aus der Tabelle auch nicht ersehen. Was die Vorratsinvestitionen angeht, so gilt, daß je stärker sich der Aufschwung bisher auf einen zyklischen Lageraufbau gestützt hat, desto fragwürdiger ein Andauern des Aufschwungs wird. Der Beitrag von dieser Seite scheint in Anbetracht der Stärke der gesamtwirtschaftlichen Erholung jedoch nur in Kanada ungewöhnlich groß gewesen zu sein. Andererseits ist zu bedenken, daß Kanada von allen Industrieländern 1982 die schärfste Rezession verzeichnete, wobei ein kräftiger Abbau der Lager eine erhebliche Rolle spielte.

Alles in allem gesehen scheint der Aufschwung, betrachtet man ihn allein unter dem Blickwinkel der Zusammensetzung der Inlandsnachfrage, bisher kaum Merkmale einer besonderen Kurzlebigkeit aufzuweisen. Es bleibt natürlich die Ungewißheit über die künftige Dollarkursentwicklung. Die Wirtschaftserholung verläuft in Europa im Durchschnitt noch immer relativ verhalten; bedenkt man aber das langsame Wachstum des Produktionspotentials in den letzten Jahren, so kann man darin ebenso eine Stärke wie eine Schwäche sehen. Es ist gut möglich, daß die Inflationsentwicklung sich in den meisten Ländern als bedeutender Faktor hinsichtlich der längerfristigen Wirtschaftsperspektiven erweisen wird.

## **Inflation**

Trotz des Anhaltens und Breiterwerdens des wirtschaftlichen Aufschwungs sowie einer weiteren Verbesserung der Gewinnspannen blieb die Inflation im vergangenen Jahr in den Ländern der Zehnergruppe allgemein unter Kontrolle. Mancherorts, vor allem in Europa, wurden weitere deutliche Fortschritte in Richtung auf Preisstabilität erzielt – selbst angesichts eines weiter steigenden Dollaraußenwerts. Die Entwicklung der Weltmarktpreise für Rohstoffe verlief allerdings etwas gedämpfter als in vergangenen konjunkturellen Erholungsphasen. Von größerer Bedeutung war, daß der Lohnkostendruck die meiste Zeit über gering war. Während der ersten Monate dieses Jahres kam allerdings in Europa leichte Besorgnis auf, daß ein weiterer Kursanstieg des US-Dollars das Preisklima verschlechtern könnte.

### Entwicklung der Verbraucherpreise

	Dezember						März
	1977	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	Zunahme gegen Vorjahr in Prozent						
USA .....	6,8	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,7
Japan .....	4,8	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,6
Deutschland (BR) .....	3,5	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	2,5
Frankreich .....	9,0	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	6,4
Großbritannien .....	12,1	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	6,1
Italien .....	14,8	21,1	17,9	16,3	12,8	8,8	8,6
Kanada .....	9,5	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	3,7
Schweden .....	12,7	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	7,9
Niederlande .....	5,1	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	2,4
Belgien .....	6,3	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	5,7
Schweiz .....	1,1	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,9
Zehnergruppe* .....	7,2	11,4	9,1	5,2	4,5	4,1	3,9

\* Mit den Konsumausgaben gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

Die Verbraucherpreise in den Ländern der Zehnergruppe stiegen in den zwölf Monaten bis Dezember letzten Jahres im gewogenen Durchschnitt um wenig mehr als 4%. Dies war nicht nur eine weitere leichte Verbesserung gegenüber der Preisentwicklung im Jahre 1983, sondern signalisierte auch, daß sich nach zwei Jahren konjunktureller Erholung der Preisauftrieb nach wie vor tendenziell abschwächt. Und wenn das Ergebnis des vergangenen Jahres auch noch nicht eine Rückkehr zu den niedrigen Inflationsraten der ersten Hälfte der sechziger Jahre bedeutet, so handelte es sich doch sicherlich um das beste Resultat seit dem ersten Ölpreisschock.

In den USA, wo die Preisentwicklung vor dem Hintergrund einer sehr kräftigen Nachfrageexpansion durch einen in die Gegenrichtung wirkenden steigenden Wechselkurs günstig beeinflusst wurde, erhöhten sich die Verbraucherpreise um 4%, also etwa in dem Ausmaß wie während der vorangegangenen zwei Jahre. In Japan war zwar rechnerisch eine geringfügige Beschleunigung des Preisanstiegs festzustellen, doch blieb die Teuerung sehr niedrig.

In Europa wirkten natürlich die Wechselkurseinflüsse – verglichen mit den USA – tendenziell in die entgegengesetzte Richtung. Gleichwohl war besonders in der Gruppe jener Länder, die überdurchschnittlich hohe Inflationsraten aufwiesen und/oder wo die Erholung spät oder langsam eingesetzt hatte, der erzielte Stabilitätsfortschritt mitunter recht ausgeprägt. So geht aus der Tabelle hervor, daß die Inflation im vergangenen Jahr beispielsweise sowohl in Italien als auch in Frankreich deutlich und – besonders im Falle Frankreichs – rascher als im Jahr davor zurückging.

Eine Möglichkeit, die Inflationsentwicklung während der konjunkturellen Erholungsphase zu bewerten, besteht darin, sie mit den Preissteigerungsraten in entsprechenden Phasen früherer Konjunkturzyklen zu vergleichen. Die in der umstehenden Tabelle angegebenen Werte für vorangegangene Zyklen beziehen sich bei

### Entwicklung der Verbraucherpreise in konjunkturellem Zusammenhang

	Gegenwärtiger Zyklus			Durchschnitt dreier vorangegangener Zyklen <sup>1</sup>		
	Inflationsrate zu Beginn des Zyklus	Inflationsrate nach 2 Jahren	Veränderung der Inflationsrate gegenüber 2 Jahren zuvor	Inflationsrate zu Beginn des Zyklus	Inflationsrate nach 2 Jahren	Veränderung der Inflationsrate gegenüber 2 Jahren zuvor
	Jahresrate in Prozent		Prozentpunkte	Jahresrate in Prozent		Prozentpunkte
USA .....	3,9	4,0	0,1	5,9	5,3	- 0,6
Japan .....	1,8	2,6	0,8	7,8	9,7	1,9
Deutschland (BR) .....	4,6	2,0	- 2,6	4,5	4,6	0,1
Frankreich .....	9,7	6,7	- 3,0	6,5	7,9	1,4
Großbritannien .....	5,4	4,6	- 0,8	12,5	12,2	- 0,3
Italien .....	16,3	8,8	- 7,5	9,1	15,7	6,6 <sup>2</sup>
Kanada .....	9,3	3,8	- 5,5	5,2	6,0	0,8
Schweden .....	9,6	8,2	- 1,4	10,0	8,7	- 1,3 <sup>3</sup>
Niederlande .....	4,3	2,8	- 1,5	7,0	7,7	0,7
Belgien .....	8,1	5,3	- 2,8	7,1	6,5	- 0,6
Schweiz .....	5,5	2,9	- 2,6	4,9	2,5	- 2,4 <sup>3</sup>
Zehnergruppe <sup>4</sup> .....	5,2	4,1	- 1,1	6,6	7,1	0,5

<sup>1</sup> Gleiche Abgrenzung wie in der Tabelle auf S. 19. Bei Belgien, den Niederlanden und der Schweiz wurde das zweite Quartal 1975 als Ausgangszeitraum für den ersten Zyklus gewählt. Ausgangsbasis für den zweiten Zyklus war im Falle Belgiens und der Niederlande das vierte Quartal 1971 und im Falle der Schweiz das zweite Quartal 1968. Für den dritten Zyklus sind die entsprechenden Zeiträume: viertes Quartal 1967 (Belgien) und zweites Quartal 1967 (Niederlande). <sup>2</sup> Preisauftrieb besonders stark beeinflusst durch ersten Ölpreisschub. <sup>3</sup> Nur zwei Zyklen. <sup>4</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BSP und der Wechselkurse des Jahres 1982 (jetziger Zyklus) bzw. 1973 (frühere Zyklen).

den meisten Ländern auf die zwei Aufschwünge von 1971–73 und 1975–77 sowie auf einen repräsentativen Aufschwung gegen Ende der sechziger Jahre. Die beiden erstgenannten Zeiträume sind bekanntlich, wenn auch in gegenläufiger Richtung, durch die Preiseffekte der ersten großen Preisschocks bei Öl und Rohstoffen beeinflusst. Der Zeitraum 1971–73 führte zu einem großen externen Preisschub hin; die Jahre 1975–77 waren hingegen streckenweise durch rückläufige Rohstoffpreise (ohne Öl) gekennzeichnet.

Was die Veränderung der Inflationsrate, also die Beschleunigung oder Verlangsamung seit Beginn des Aufschwungs betrifft, so geht aus der Tabelle erwartungsgemäß hervor, daß sich diesmal der Preisauftrieb abgeschwächt hat – in einigen Fällen sogar spektakulär. In früheren Zyklen hatte sich die Inflation in den ersten beiden Jahren des Konjunkturaufschwungs leicht beschleunigt, wenn auch die Differenz mit durchschnittlich nur 1½ Prozentpunkten nicht sehr groß ist. Bei diesem Vergleich schneidet die Preisentwicklung in den USA nicht ganz so günstig ab, da die Inflationsrate in dieser Konjunkturphase in den vorangegangenen Zyklen geringfügig niedriger lag als zu Beginn des Zyklus. Andererseits verzeichnete Kanada, wo der Aufschwung ebenfalls recht lebhaft verlaufen ist, im jetzigen Zyklus einen sehr kräftigen Rückgang der Inflationsrate.

In Europa hat sich im allgemeinen die Teuerung im derzeitigen Aufschwung tendenziell schneller abgeschwächt; zwar dürften hier das spätere Einsetzen und das verhaltenere Tempo der wirtschaftlichen Erholung von Einfluß gewesen sein, aber auch haushalts- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen haben mit Sicherheit eine wichtige Rolle gespielt.

Die Bedeutung einer Beschleunigung oder Verlangsamung der Inflation darf jedoch nicht losgelöst von dem Niveau gesehen werden, von dem aus sie einsetzt. So lag im jüngsten Zyklus das Ausgangsniveau im Durchschnitt etwas niedriger als in den drei vorangegangenen Konjunkturzyklen; frühzeitige Erfolge bei der Senkung der Inflationsrate hatten namentlich Großbritannien und (noch früher) Japan, aber auch die Niederlande und die USA.

Berücksichtigt man all dies sowie die Tatsache, daß manche der größeren Stabilitätserfolge dort verbucht wurden, wo man sie am dringendsten benötigte, so ist daraus zu folgern, daß sich das allgemeine Preisklima nach den ersten zwei Jahren der Erholung eindeutig günstiger darstellte als zu vergleichbaren Zeitpunkten der jüngeren Vergangenheit. Ende letzten Jahres lag die Inflationsrate in den Ländern der Zehnergruppe im Durchschnitt rund 3 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Wert vorangegangener Zyklen.

*Rohstoffpreise, Wechselkurse und Einfuhrpreise.* Für die Industrieländer im ganzen war 1984 erneut ein Jahr, in dem von den Weltmärkten nur vergleichsweise geringe Inflationsimpulse ausgingen. Der offizielle Preis für Rohöl war bereits Anfang 1983 herabgesetzt worden, und er ist in den ersten Monaten dieses Jahres weiter zurückgegangen. Andere Rohstoffpreise waren im Verlauf des Jahres 1983 wieder gestiegen, wenn auch sehr viel langsamer als in einigen früheren Zyklen. Ab Mitte des vorigen Jahres begannen sie jedoch, etwas überraschend, erneut nachzugeben. Am Jahresende lagen sie dann, in Dollar ausgedrückt, um fast 10% niedriger, so daß der Anstieg vom Jahr davor größtenteils rückgängig gemacht wurde.

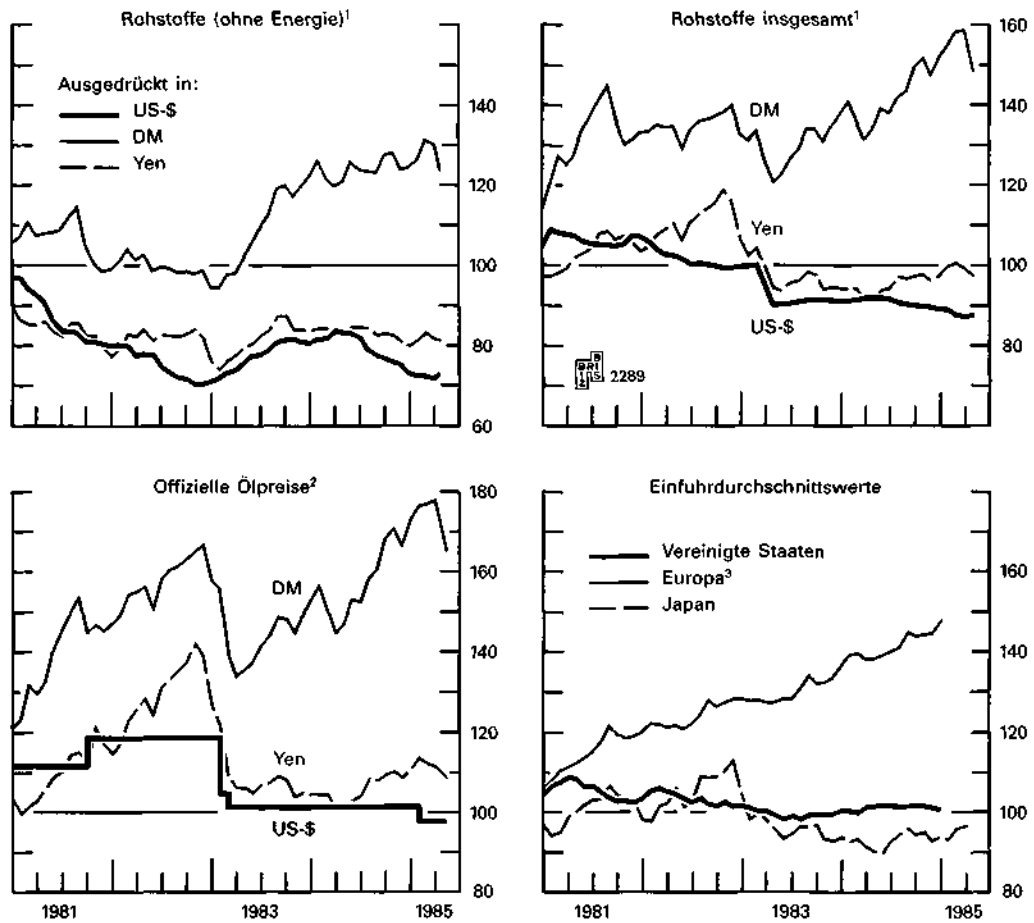
Da jedoch der Dollarkurs weiterhin kräftig stieg, profitierten nicht alle Länder in gleichem Maße von den sich aus dieser Situation ergebenden Vorteilen. In den USA waren die Einfuhrgüter im vierten Quartal nur um 1½% teurer als ein Jahr zuvor, womit die Preise um 2% niedriger lagen als Ende 1980. In Japan, wo Öl ein relativ großes Gewicht bei den Importen hat, gingen die Einfuhrpreise 1984 im Jahresdurchschnitt sogar zurück. Hingegen verteuerten sich die Einfuhren in Europa im letzten Jahr deutlich – fast überall stärker, als dies dem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus entsprochen hätte.

Die unterschiedlichen Auswirkungen des internationalen Preiszusammenhangs auf die einzelnen Länder, vor allem in den Jahren 1980–84, sind denn auch, wie aus der Tabelle auf S. 27 hervorgeht, zu einem erheblichen Teil durch die Wechselkursentwicklung zu erklären. Dennoch könnten die Unterschiede im Anstieg der Einfuhrpreise zwischen Europa und den USA den potentiellen *absoluten* Einfluß der Dollaraufwertung auf die Inflation in Europa überzeichnen. Zwei Faktoren haben hier möglicherweise dämpfend gewirkt. Erstens sind die Rohstoffpreise auf Dollarbasis vielleicht auch infolge der internationalen Höherbewertung ihrer Rechnungswährung etwas zurückgegangen. Zweitens könnten externe Kostensteigerungen, besonders angesichts einer Kostenentwicklung im Inland, die in Europa wieder etwas höhere Gewinnspannen zuließ, teilweise aufgefangen und nicht vollständig auf die Endabnehmerpreise überwältzt worden sein.

Gleichwohl verspürten die europäischen Länder im Berichtszeitraum vom Ausland her einen gewissen Kostendruck, der möglicherweise die Wirtschaftspolitik

# Rohstoffpreise und Einfuhrdurchschnittswerte

Indizes: 1980 = 100



¹ HWWA-Index auf US-Dollar-Basis. ² "Arabian Light Crude". ³ Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz.

geringfügig restriktiver ausfallen ließ, als dies ansonsten aufgrund der Tendenzen bei den inländischen Kostenkomponenten angezeigt gewesen sein könnte.

**Löhne und Arbeitskosten.** Besonders bemerkenswert ist, daß sich die Verbesserung der inländischen Kostenentwicklung des Jahres 1983 für die meisten Länder im Jahre 1984 fortsetzte oder sogar beschleunigte. In diesem Bereich ist der Bruch mit der Erfahrung der letzten fünfzehn bis zwanzig Jahre nunmehr schärfer ausgeprägt als beim allgemeinen Preisniveau. Sollten sich die Kosten auch noch günstig entwickeln, nachdem die notwendige Stärkung der Ertragslage der Unternehmen abgeschlossen ist, so würde das die Aussichten auf die Schaffung eines in sehr viel stärkerem Maße inflationsfreien wirtschaftlichen Umfelds für die nächsten Jahre erheblich verbessern.

Beitrag von Wechselkurs- und Rohstoffpreisbewegungen  
zur Veränderung der Einfuhrpreise<sup>1</sup>

	1976–80				1980–84			
	Beiträge zur Veränderung der Einfuhrpreise			Einfuhr- preise ins- gesamt	Beiträge zur Veränderung der Einfuhrpreise			Einfuhr- preise ins- gesamt
	Kurs US-Dollar <sup>2</sup>	Rohstoff- preise (einschl. Öl) <sup>3</sup>	sonstige Faktoren <sup>4</sup>		Kurs US-Dollar <sup>2</sup>	Rohstoff- preise (einschl. Öl) <sup>3</sup>	sonstige Faktoren <sup>4</sup>	
	Prozentpunkte			Jahresrate p.a. in Prozent	Prozentpunkte			Jahresrate p.a. in Prozent
USA .....	1,5	3,6	10,4	15,5	– 6,6	– 1,0	7,0	– 0,6
Japan .....	– 6,2	8,3	6,3	8,4	3,1	– 2,0	– 1,6	– 0,5
Deutschland (BR) .....	– 2,1	4,3	5,5	7,7	4,6	– 1,6	1,4	4,4
Frankreich .....	– 1,5	4,6	6,2	9,3	10,5	– 1,8	2,7	11,4
Großbritannien .....	– 2,7	4,7	6,6	8,6	5,6	– 1,9	6,1	9,8
Italien .....	0,8	6,8	9,7	17,3	13,7	– 2,4	1,9	13,2
Kanada .....	3,6	2,0	9,4	15,0	2,3	– 0,6	1,4	3,1
Belgien .....	– 1,4	3,1	6,0	7,7	6,0	– 1,2	6,4	11,2
Niederlande .....	– 1,3	4,2	4,8	7,7	3,7	– 1,5	3,1	5,3
Schweden .....	0,2	4,1	9,8	14,1	7,1	– 1,3	3,8	9,6
Schweiz .....	– 3,0	2,8	3,5	3,3	3,5	– 1,4	0,0	2,1

<sup>1</sup> Berechnet anhand geschätzter Gleichungen für die Einfuhrdurchschnittswerte. <sup>2</sup> Nominaler Wechselkurs außer bei USA (Index des gewogenen Außenwerts). <sup>3</sup> HWWA-Index auf US-Dollar-Basis. <sup>4</sup> Inflation im Durchschnitt der größeren Industrieländer sowie länderspezifische Trendfaktoren und Basiseffekte früherer Perioden.

Die beiden wichtigsten Komponenten für die Entwicklung der Lohnstückkosten sind die Nominallöhne und die Arbeitsproduktivität. Zu berücksichtigen ist aber auch, daß in einigen Ländern im Rahmen der allgemeinen Bemühungen, die Staatsausgaben einzudämmen und die Abgabenbelastung zu mildern, unter anderem auch Sozialabgaben gesenkt worden sind, die ebenfalls einen Teil der Arbeitskosten bilden.

Wie aus der umstehenden Tabelle hervorgeht, ist die seit einem Jahr oder länger günstige Kostenentwicklung zu einem wesentlichen Teil auf den mäßigen Anstieg der Nominallöhne zurückzuführen. Schweden ist vielleicht die einzige größere Ausnahme; dort stieß die Regierung im letzten Jahr auf Schwierigkeiten, als sie bestrebt war, die Sozialpartner zu befriedigenden Tarifvereinbarungen zu bewegen. In Italien und Frankreich lagen die Lohnabschlüsse, wie erforderlich, erneut niedriger als zuvor, wobei in Italien die Bemühungen, die Lohnindexierung zu ändern, fortgesetzt wurden und man in Frankreich weiterhin versuchte, die allgemeine Lohnentwicklung eher indirekt über die Arbeit der Nationalen Preiskommission und durch Begrenzung des Anstiegs der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst zu beeinflussen. In Großbritannien hingegen war eine gewisse Enttäuschung darüber erkennbar, daß sich – trotz der dortigen Lage auf dem Arbeitsmarkt – der Anstieg der Nominallöhne nicht weiter und auf Dauer abgeschwächt hat.

In Anbetracht der geschilderten Tendenzen bei den Nominallöhnen war die günstigere Lohnstückkostenentwicklung im allgemeinen in jenen Ländern zu verzeichnen, in denen das Produktivitätswachstum besonders hoch ausfiel. In den meisten Ländern enthalten die erzielten großen Produktivitätsgewinne zweifellos eine



Lohnkosten in der Industrie und Großhandelspreise

	Jahr	Nominallöhne <sup>1</sup>	Produktivität <sup>2</sup>	Lohnstückkosten <sup>3</sup>	Großhandelspreise <sup>4</sup>
		Veränderung viertes Quartal gegen Vorjahr in Prozent			
USA .....	1982	7,2	1,3	5,8	3,7
	1983	3,9	3,9	0,0	0,8
	1984	4,3	2,4	1,8	1,7
Japan .....	1982	5,2	- 1,4	6,8	1,6
	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
Deutschland (BR) .....	1982	5,1	0,6	4,4	3,2
	1983	3,8	7,4	- 3,3	0,8
	1984	3,0	3,9	- 0,9	1,3
Frankreich .....	1982	13,1	3,2	9,6	8,5
	1983	10,5	3,1	7,2	14,6
	1984	6,5	3,6	2,8	10,5
Großbritannien .....	1982	9,2	3,6	5,4	6,5
	1983	9,7	9,0	0,7	5,6
	1984	8,4	2,5	5,8	6,1
Italien .....	1982	15,5	- 1,8	17,6	12,4
	1983	15,3	2,8	12,2	9,1
	1984	8,0 <sup>5</sup>	7,5 <sup>5</sup>	0,5 <sup>5</sup>	8,8
Kanada .....	1982	9,2	0,6	8,5	4,5
	1983	4,8	12,6	- 7,0	3,5
	1984	5,0	8,6	- 3,2	3,7
Schweden .....	1982	6,1	0,6	5,5	12,1
	1983	9,2	10,2	- 0,9	9,9
	1984	11,0 <sup>5</sup>	7,5 <sup>5</sup>	3,2 <sup>5</sup>	7,8
Niederlande .....	1982	6,5	0,9	5,5	4,7
	1983	1,6	8,9	- 6,7	2,0
	1984	2,0	8,2	- 5,7	3,9
Belgien .....	1982	4,6	3,0	1,5	6,2
	1983	8,3	6,0	2,2	9,0
	1984	7,0 <sup>5</sup>	6,1 <sup>5</sup>	0,8 <sup>5</sup>	3,1
Schweiz .....	1982	5,7	1,2	4,4	1,4
	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,5	2,0	- 0,5	3,3
Zehnergruppe <sup>6</sup> .....	1982	7,7	0,9	6,7	4,5
	1983	5,5	6,0	- 0,5	2,4
	1984	4,8	4,3	0,5	3,0

<sup>1</sup> USA, Italien, Schweden und Belgien: gesamte Arbeitskosten; übrige Länder: Bruttolohn- und -gehaltssumme bzw. Durchschnittsverdienste. <sup>2</sup> Japan, Großbritannien, Italien, Kanada, Niederlande und Schweiz: Produktionsergebnis je Beschäftigten; übrige Länder: Produktionsergebnis je Beschäftigtenstunde. <sup>3</sup> Errechnet aus Nominallöhnen und Produktivität. <sup>4</sup> Frankreich: Industriepreise; USA, Großbritannien, Schweden und Niederlande: Erzeugerpreise; übrige Länder: Gesamtindex der Großhandelspreise. <sup>5</sup> Drittes Quartal. <sup>6</sup> Mit dem Bruttoinlandsprodukt gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse des vorangegangenen Jahres.

konjunkturelle Komponente, mit der mittelfristig nicht gerechnet werden kann. Hinsichtlich der Preiswirkung könnte freilich die Abschwächung des Produktivitätswachstums auf eine Rate, die sich auf Dauer halten läßt, teilweise dadurch kompensiert werden, daß die Wiedergewinnung der Ertragskraft der Unternehmen zum Abschluß gelangt. Wenn dem so ist, würde dies für jene Länder, in denen die Nominallohnzuwächse bereits vergleichsweise gering sind, bedeuten, daß eine auf längere Sicht befriedigende Stabilisierung des Geldwertes lediglich voraussetzt, die gegenwärtig maßvolle Lohnpolitik fortzusetzen. Andernorts freilich, namentlich in Italien, Schweden, Frankreich und Großbritannien, dürfte eine weitere Abschwächung der Nominallöhne erforderlich sein, wenn der Preisauftrieb unter Kontrolle bleiben soll.

## Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit in den USA, die 1983 ungewöhnlich stark abgenommen hatte, ging im vergangenen Jahr langsamer zurück, nämlich von rund 8½% im vierten Quartal des Vorjahres auf nunmehr knapp über 7%. Da die Arbeitslosenquoten in Europa im Schnitt weiter anstiegen, sank die Arbeitslosenrate der Industrieländer im Verlauf des vergangenen Jahres alles in allem nur noch geringfügig.

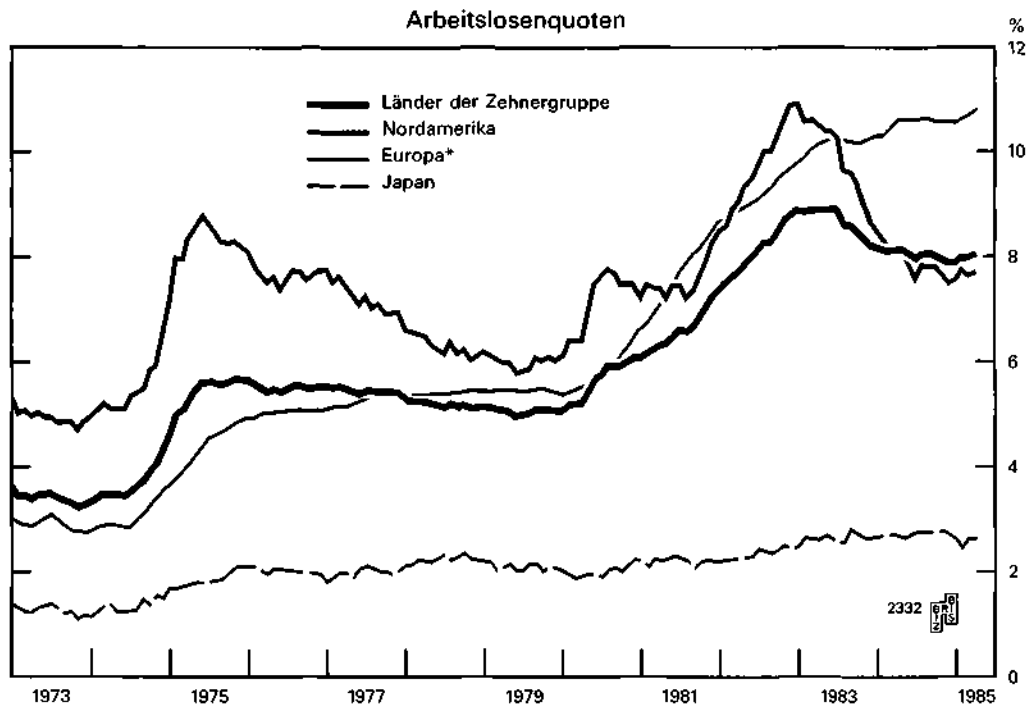
Was die Entwicklung der Arbeitsmarktlage im gegenwärtigen Konjunkturzyklus angeht, so ist der Abbau der Arbeitslosigkeit in den USA eindeutig das herausragende Ereignis, doch hat sich – freilich in bescheidenerem Maße – auch in Kanada, Schweden und – im Verlauf von 1984 – in Italien und den Niederlanden die Arbeitslosigkeit gegenüber dem letzten Höhepunkt zurückgebildet. In Deutschland war ab der Jahresmitte 1983 ebenfalls eine leichte Besserung erkennbar, die dann jedoch zu Beginn des vergangenen Jahres ins Stocken geriet; ein erneuter Rückgang der Arbeitslosenzahl gegen Ende des Jahres kam dann im Januar 1985 zum Stillstand, was zweifellos weitgehend auf das dann vorherrschende ungewöhnlich strenge Winterwetter zurückzuführen war. Zuversichtlicher stimmt vielleicht, daß die Beschäftigung in Deutschland, die drei bis vier Jahre rückläufig war, Mitte des vergangenen Jahres wieder zu steigen begonnen hat.

In Großbritannien ist die Zahl der Erwerbstätigen bereits seit geraumer Zeit stärker gestiegen. Zu einem bedeutenden Teil beruhte diese Entwicklung darauf, daß die Zahl der Selbständigen zugenommen hat; aber auch die Teilzeitbeschäftigung verheirateter Frauen, die zuvor nicht als Arbeitslose gemeldet waren, ist merklich gestiegen. In Frankreich hat sich die Arbeitslosigkeit im Berichtszeitraum weiter erhöht, doch dürfte dort der Grund im vergleichsweise späten Einsetzen des konjunkturellen Erholungsprozesses zu sehen sein.

Arbeitslosigkeit

	Jahresdurchschnitt							März 1985
	1974	1976	1979	1981	1982	1983	1984	
	Zahl der Arbeitslosen in Prozent der Erwerbspersonen							
USA .....	5,6	7,7	5,8	7,6	9,7	9,6	7,5	7,3
Japan .....	1,4	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,6
Deutschland (BR) .....	2,6	4,6	3,8	5,5	7,5	9,1	9,1	9,4
Frankreich .....	2,3	4,3	6,0	7,8	8,8	9,0	10,2	10,6
Großbritannien .....	2,6	5,2	5,1	9,9	11,6	12,4	12,6	13,0
Italien .....	5,4	6,7	7,7	8,5	9,1	9,9	10,4	10,6 <sup>1</sup>
Kanada .....	5,3	7,1	7,5	7,6	11,0	11,9	11,3	11,2
Schweden .....	2,0	1,6	2,1	2,5	3,1	3,5	3,1	3,0
Niederlande <sup>2</sup> .....	3,3	5,5	5,1	9,1	12,6	17,0	17,2	16,0
Belgien .....	3,0	6,4	8,2	10,9	12,8	14,1	14,2	14,2
Schweiz .....	0,0	0,7	0,3	0,2	0,4	0,8	1,1	1,1
Zehnergruppe .....	3,7	5,5	5,0	6,6	8,2	8,6	8,0	8,0

<sup>1</sup> Erste Januarwoche. <sup>2</sup> Neue Reihe ab Januar 1983.



\* Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz.

In Japan, wo der Arbeitsmarkt erheblich anders strukturiert ist, hat die Arbeitslosigkeit auf verhältnismäßig niedrigem Niveau verharret, wenn auch offenbar der Wirtschaftsaufschwung bisher die Erwerbsbeteiligung etwas stärker hat steigen lassen als die Beschäftigung.

Insgesamt gesehen weist die jüngste Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt einige erfreuliche Merkmale auf. Allerdings ist in Europa die Zahl der Arbeitslosen nach wie vor außerordentlich hoch und dürfte noch längere Zeit nicht wesentlich zurückgehen. Deshalb wurde verschiedentlich angeregt, die in Europa für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen sollten mehr einem angebotsorientierten Kurs folgen, wie er von den USA eingeschlagen worden ist. Wie immer die aus dieser Strategie für die USA erwachsenen Vor- und Nachteile zu beurteilen sind, es folgt daraus nicht zwangsläufig, daß eine solche wirtschaftspolitische Linie für die übrigen Länder angemessen ist. Was die Ursachen der Arbeitslosigkeit in Europa sind, ist schwierig zu analysieren und umstritten. Denn obschon es zutreffen dürfte, daß kurzfristige Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Produktion die Arbeitslosenzahlen deutlich beeinflussen, so ist damit noch nicht ausgeschlossen, daß sich auch andere, längerfristige strukturelle Kräfte ausgewirkt haben und inzwischen möglicherweise sogar vorherrschend sind. Wenn dies so ist, dann müßten die gegenwärtigen Probleme auf dem Arbeitsmarkt in einem größeren und längerfristigen Zusammenhang gesehen werden, was zugleich bedeuten würde, daß für die Lö-

sung dieser Probleme mehr Zeit und auch eine breitere Palette wirtschaftspolitischer Ansätze benötigt wird, als früher die Regel war.

*Die Zunahme der Arbeitslosigkeit auf mittlere Sicht.* Die Tatsache, daß man Arbeitslosigkeit schlicht als Differenz zwischen dem Angebot an und der Nachfrage nach Arbeitskräften sehen kann, bietet einen geeigneten Ausgangspunkt für die Analyse. Was zunächst die Angebotsseite betrifft, so würde man längerfristig als grundlegenden Faktor in erster Linie wohl das Wachstum der Gesamtbevölkerung ansehen. Nun hat sich freilich das Bevölkerungswachstum in den Industrieländern

Erwerbspersonen, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

	Zeitraum	Bevölkerung insgesamt	Bevölkerung im Alter von 15-64 Jahren	Erwerbsbeteiligung <sup>1</sup>			Erwerbspersonen	Erwerbstätige	Arbeitslosenquote <sup>2</sup> (Periodenende)
				Männer	Frauen	zusammen			
		durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent		Anteil in Prozent			durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent		Prozent
USA .....	1968-73	1,1	1,8	90,0	50,1	69,7	2,4	2,1	4,8
	1973-79	1,0	1,7	88,4	55,7	71,8	2,6	2,5	5,8
	1979-82	1,0	1,2	87,9	61,8	74,6	1,6	0,3	9,5
Kanada .....	1968-73	1,3	2,3	87,3	41,4	64,2	3,1	2,8	5,5
	1973-79	1,3	2,2	87,0	50,0	68,4	3,2	2,9	7,4
	1979-82	1,2	1,6	87,2	58,3	72,7	2,1	0,8	10,9
Japan .....	1968-73	1,5	1,2	89,6	54,8	71,9	1,0	1,0	1,3
	1973-79	1,1	0,8	89,5	53,0	71,0	0,8	0,7	2,1
	1979-82	0,7	0,8	89,1	55,3	72,1	1,0	1,0	2,4
Deutschland (BR) .....	1968-73	0,8	0,8	91,5	48,4	69,2	0,7	0,7	1,0
	1973-79	- 0,2	0,3	86,7	49,5	67,4	- 0,2	- 0,6	3,3
	1979-82	0,2	1,4	82,8	50,0	66,2	0,7	- 0,5	6,7
Frankreich .....	1968-73	0,9	0,9	87,3	49,8	68,3	1,2	1,0	2,6
	1973-79	0,4	0,7	85,0	53,1	68,0	0,8	0,2	5,9
	1979-82	0,5	1,1	82,0	56,8	68,8	0,5	- 0,2	8,0
Großbritannien .....	1968-73	0,3	0,0	93,4	53,4	73,4	0,2	0,2	2,2
	1973-79	0,0	0,3	90,7	57,8	74,0	0,6	0,2	4,6
	1979-82	0,0	0,4	88,8	59,5	74,1	0,2	- 1,9	10,4
Italien .....	1968-73	0,7	0,4 <sup>3</sup>	82,2	29,0	55,0	- 0,1	- 0,2	6,2
	1973-79	0,6	0,8 <sup>3</sup>	80,3	31,2	55,7	1,2	1,0	7,5
	1979-82	0,2	0,8 <sup>3</sup>	80,5	40,2	59,7	1,0	0,5	8,9
Schweden .....	1968-73	0,6	0,2	90,2	60,5	75,9	0,8	0,7	2,5
	1973-79	0,3	0,1	90,4	68,9	79,7	1,2	1,3	2,1
	1979-82	0,1	0,4	89,0	75,1	82,5	0,7	0,3	3,1
Niederlande .....	1968-73	1,1	1,3	89,1	28,3	58,9	0,6	0,5	2,2
	1973-79	0,7	1,4	81,4	31,7	56,8	1,1	0,5	5,4
	1979-82	0,6	1,3	80,0	37,2	58,9	3,3	1,1	11,4
Belgien .....	1968-73	0,2	0,4	86,0	40,8	63,3	1,0	1,1	2,2
	1973-79	0,2	0,7	82,8	45,2	63,8	0,9	0,0	7,1
	1979-82	0,1	0,1	80,4	48,0	64,1	0,3	- 1,2	11,2
Schweiz <sup>4</sup> .....	1968-73	1,0	0,8	103,4	52,5	77,5	1,1	1,1	.
	1973-79	- 0,2	0,2	97,2	49,6	73,4	- 1,2	- 1,3	0,3
	1979-82	0,6	1,2	93,1	50,0	71,4	0,8	0,8	0,4

<sup>1</sup> Durchschnitte der Jahre 1968-73, 1974-79 und 1980-82. <sup>2</sup> Arbeitslose in Prozent aller Erwerbspersonen; die Definition kann von den nationalen Definitionen in der Tabelle auf S. 29 abweichen. <sup>3</sup> Bevölkerung im Alter zwischen 14 und 64 Jahren. <sup>4</sup> Ausländische Saisonarbeiter werden zu den Erwerbspersonen, nicht jedoch zur Bevölkerung gezählt.

Quellen: OECD Historical Statistics und OECD Labour Force Statistics.

seit 1973 tendenziell leicht abgeschwächt. Zwei andere Bestimmungsgründe haben sich aber als wichtiger erwiesen, nämlich Veränderungen im Altersaufbau der Bevölkerung und Veränderungen bei den Erwerbsquoten, insbesondere jener der Frauen.

Mit dem Eintritt der geburtenstarken Jahrgänge ins erwerbsfähige Alter hat die Erwerbsbevölkerung in der Tendenz schneller zugenommen als die Gesamtbevölkerung. Diese Entwicklung war zuerst in Nordamerika zu beobachten und hat dort inzwischen ihren Höhepunkt überschritten. Europa hingegen folgte später nach; hier wurde der Höhepunkt wohl anfangs der achtziger Jahre erreicht. Insbesondere für die europäischen Länder kam diese Entwicklung natürlich zu einer äußerst ungünstigen Zeit, da sie mit der tiefsten Rezession der Nachkriegszeit zusammenfiel.

Die Bedeutung des Wachstums der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter für das Arbeitskräftepotential hängt davon ab, wieviele Personen letztlich in das Erwerbsleben eintreten wollen. Hier scheint auf den ersten Blick der fast überall gestiegene Anteil der Beschäftigung suchenden Frauen im erwerbsfähigen Alter ein beherrschender Einfluß zu sein. Was Nordamerika angeht, so lag in Kanada die Erwerbsquote der Frauen im Durchschnitt der Jahre 1980–82 bei 58% (verglichen mit 41% im Durchschnitt der Jahre 1968–73); in den USA erhöhte sie sich von 50 auf 62%. In Schweden ist die Quote auf nicht weniger als 75% gestiegen. Andernorts verlief der Anstieg freilich weniger steil.

Die vergleichsweise geringe Veränderung der Erwerbsbeteiligung der Frauen in Europa hat bis zu einem gewissen Grad die unterschiedliche Entwicklung der im erwerbsfähigen Alter stehenden Bevölkerung ausgeglichen. Zudem sind in Europa die Erwerbsquoten der männlichen Bevölkerung verglichen mit Nordamerika und Japan tendenziell zurückgegangen. Ohne Zweifel kann für die Jahre nach 1979 ein Teil dieses Rückgangs konjunkturell, nämlich mit dem sogenannten „discouraged worker effect“, erklärt werden. Dasselbe könnte sogar, wenn auch in geringerem Ausmaß, für den Zeitraum 1973–79 gelten, als sich die Beschäftigung in Europa nur gerade auf dem erreichten Stand hielt. Auch staatliche Maßnahmen, beispielsweise zur Förderung eines vorzeitigen Ausscheidens aus dem Berufsleben, dürften von Einfluß gewesen sein. Vor allem in der Schweiz und in Deutschland hing der Rückgang der Erwerbsquote der Männer auch damit zusammen, daß Gastarbeiter – insbesondere in der Zeit zwischen den beiden großen Ölpreisschüben – in ihre Heimatländer zurückkehrten.

Demographische Entwicklungen, Veränderungen der Erwerbsbeteiligung und Wanderungsbewegungen zusammengenommen ergeben die Veränderung der Erwerbsbevölkerung. Die allgemeine Arbeitsmarktsituation ist in der folgenden Tabelle für größere Regionen zusammenfassend wiedergegeben; dabei wird auch deutlich, daß schwer zu ermessen ist, inwieweit die Schwankungen des Arbeitskräftepotentials für den Anstieg der Arbeitslosigkeit ausschlaggebend waren. Wie die Tabelle zeigt, führen die beiden möglichen Vorgehensweisen – nämlich der Vergleich mit früheren Entwicklungen im jeweiligen Land und der mit zeitgleichen Vorgängen andernorts – zu sich widersprechenden Ergebnissen. So ist beispielsweise während des gesamten betrachteten Zeitraums die Erwerbsbevölkerung in

Tendenzielle Veränderungen des Angebots an und der Nachfrage  
nach Arbeitskräften 1960–84

	Zeitraum	Erwerbs- personen	Produktion	Produk- tivität	Beschäfti- gung insgesamt <sup>1</sup>	Arbeits- losenquote <sup>2</sup>
		durchschnittliche Veränderung im jeweiligen Zeitraum in Prozent				Prozent
USA .....	1960–68	1,6	4,6	2,7	1,8	5,5
	1968–73	2,4	3,5	1,4	2,1	3,6
	1973–82	2,3	1,9	0,1	1,8	4,9
	1983	1,2	3,7	2,4	1,3	9,7
	1984 <sup>3</sup>	1,8	6,9	2,6	4,2	7,5
Europäische OECD-Länder	1960–68	0,3	4,7	4,5	0,2	2,9
	1968–73	0,7	4,9	4,3	0,6	3,4
	1973–82	0,8	1,9	1,9	0,0	3,5
	1983	0,5	1,3	1,9	– 0,5	9,2
	1984 <sup>3</sup>	0,4	2,5	2,7	– 0,2	10,7
Japan .....	1960–68	1,4	10,5	8,9	1,5	1,7
	1968–73	1,0	8,8	8,1	1,0	1,2
	1973–82	0,9	3,8	3,0	0,8	1,3
	1983	2,0	3,4	1,7	1,7	2,4
	1984 <sup>3</sup>	0,5	5,7	5,1	0,5	2,7

<sup>1</sup> Einschl. Militär.

<sup>2</sup> Ausgewählte Jahre: 1960, 1968, 1973, 1982, 1984.

<sup>3</sup> Vorläufig.

Europa deutlich langsamer gewachsen als in den USA (und zwar noch langsamer als in Kanada), woraus sich, wenn überhaupt, dann auf eine gegenläufige Beziehung zwischen der Zunahme der Erwerbsbevölkerung und der Höhe der Arbeitslosigkeit schließen läßt. Wenn man andererseits mit früheren Entwicklungen in der eigenen Region vergleicht (was aufschlußreicher sein mag), ist die europäische Erwerbsbevölkerung in letzter Zeit verhältnismäßig stark gewachsen, wobei dies allerdings in der ersten Phase von 1968–73 nicht mit einer gravierenden Verschlechterung der Arbeitsmarktlage einherging.

Alles in allem folgt hieraus, daß auch Entwicklungen der Nachfrage nach Arbeitskräften in die Überlegungen einbezogen werden müssen; denn in Nordamerika ist das Problem der Arbeitslosigkeit trotz der stärkeren Zunahme des Arbeitskräftepotentials nicht so gravierend wie in Europa, und innerhalb Europas ergeben sich im langfristigen Vergleich sich widersprechende Schlußfolgerungen.

*Beschäftigung.* Auf der Nachfrageseite ist ebenfalls der Preis der Arbeit als ein möglicherweise zur Arbeitslosigkeit beitragender Faktor stärker zu berücksichtigen. Das auffälligste Phänomen in diesem Zusammenhang zeigt sich wohl bei dem geläufigen Vergleich zwischen der Beschäftigungsentwicklung in Nordamerika und der in Europa. Während des gesamten Zeitraums seit 1973 ist die Zahl der Arbeitsplätze sowohl in Kanada als auch in den USA um rund ein Viertel gestiegen. In Europa hat es im Schnitt überhaupt keinen Zuwachs gegeben.

Dieser Gegensatz kann rein rechnerisch auf folgende, etwas überraschende Weise erklärt werden. In den USA ging die durchschnittliche Wachstumsrate der Erwerbsbevölkerung von jährlich etwas über 2% mit einer Zunahme der Produktivität von nur ½% im Durchschnitt dieser Jahre einher. Somit bedurfte es nur eines

Wirtschaftswachstums von 2½% pro Jahr, um die Beschäftigung im Gleichschritt mit der Zunahme der Zahl der Erwerbspersonen zu halten, und diese Rate wurde dann auch – über den gesamten Zeitraum gesehen – tatsächlich erreicht.

In Europa stieg die Zahl der Erwerbspersonen im Durchschnitt zwar nur um ¾% jährlich, da jedoch das Produktivitätswachstum fast 2% betrug, wäre eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung von über 2½% pro Jahr erforderlich gewesen – eine Rate, die nur geringfügig über der in den USA erreichten läge. Anders als dort blieb jedoch in Europa das wirtschaftliche Wachstum pro Jahr um etwas mehr als ¾ Prozentpunkte hinter der erforderlichen Rate zurück. Dies bedeutet freilich nicht zwangsläufig, daß der Beschäftigungsanstieg in Europa mit dem Wachstum der Erwerbsbevölkerung hätte Schritt halten können, wenn die Produktivitätsgewinne jährlich um rund ¾ Prozentpunkte unter dem tatsächlich erreichten Ergebnis gelegen hätten, also näher am Produktivitätsfortschritt in den USA. Europa benötigte nämlich dringend eine Steigerung seiner Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit.

Inwiefern eine Ankurbelung von Nachfrage und Produktion wünschenswert und möglich gewesen wäre, ist ebenfalls nicht eindeutig. Zunächst einmal ist zu fragen, welche Folgen dies für die Zahlungsbilanz der europäischen Länder gehabt hätte – eine Frage, die besonders aktuell erscheint, bedenkt man, daß die Gegenposten des US-Leistungsbilanzdefizits zum weit überwiegenden Teil außerhalb Europas anzutreffen sind. Und noch grundsätzlicher argumentiert: Wie die untenstehende Tabelle verdeutlicht, war das Nachfragewachstum in Europa verglichen mit dem in den USA in einem gewissen Sinn ohnehin relativ hoch. Selbst während der vergangenen zwei Jahre, in denen die Arbeitslosigkeit in den USA stark abnahm, ist die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in nominalen Größen in Europa im Durchschnitt mit fast genau derselben Rate gestiegen wie in Amerika. Der Unterschied bestand nur darin, daß in den USA ein weit größerer Teil dieses Wachstums auf einer erhöhten realen Erzeugung statt auf Preissteigerungen beruhte.

Mit großer Sicherheit sind die eigentlichen Ursachen für das schwache Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit in Europa in dieser schädlichen „Aufspaltung“ der nominalen Nachfrage zu suchen. Die Liste dieser Faktoren ist lang; im Grunde geht es hier jedoch um eine Reihe von Verkrustungen am Arbeitsmarkt selbst, die Inflation und – teilweise als deren Folge – fehlende Anreize zu unternehmerischen

Zunahme des nominalen und realen Bruttosozialprodukts

	Position	1968–73	1973–79	1979–82	1982–84	1973–84
		Jährliche Wachstumsrate in Prozent				
USA .....	Nominales BSP	8,7	10,5	8,3	9,3	9,7
	Reales BSP	3,5	2,8	0,0	5,3	2,5
Europäische OECD-Länder .....	Nominales BSP	12,2	14,1	15,5	9,5	13,6
	Reales BSP	4,9	2,5	0,7	1,9	1,9
Japan .....	Nominales BSP	16,3	11,7	6,6	5,1	9,1
	Reales BSP	8,8	3,6	4,0	4,5	3,9

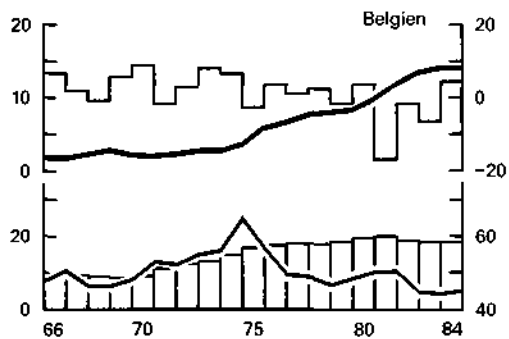
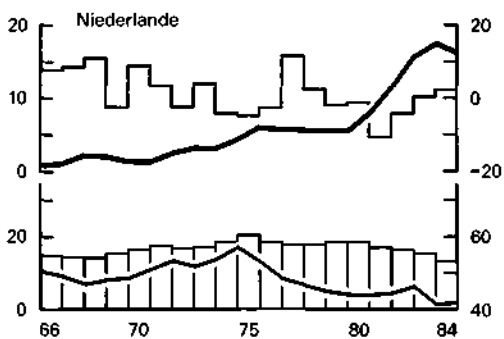
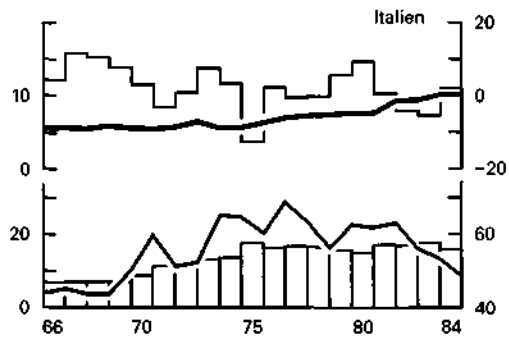
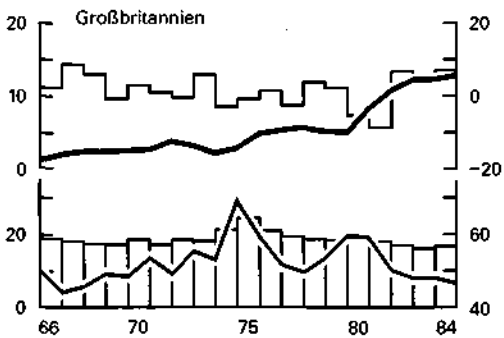
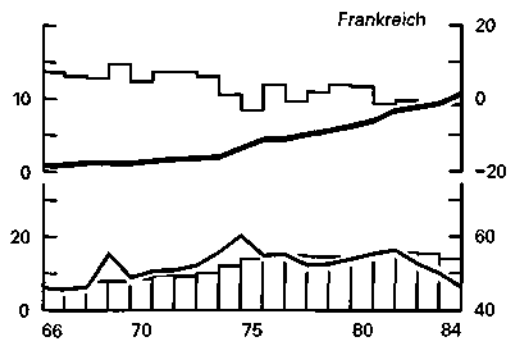
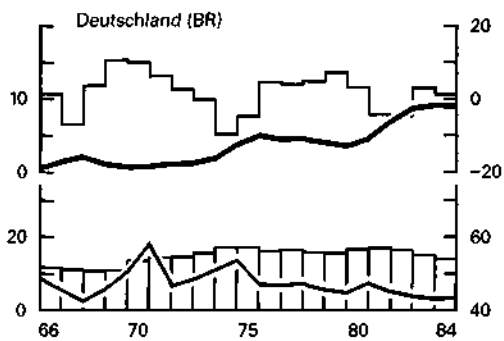
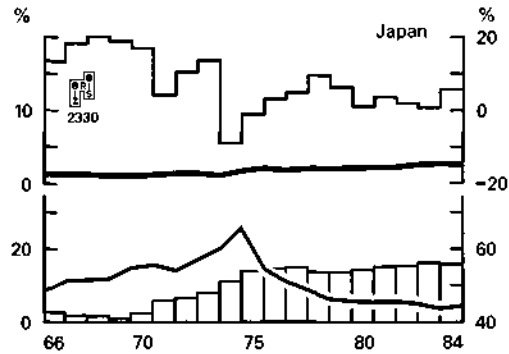
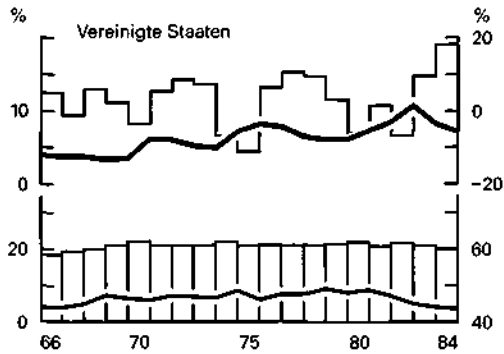
# Entwicklung von Arbeitslosigkeit, Löhnen und Anlageinvestitionen

Linker Maßstab:

— Arbeitslosenquote  
— Wachstumsrate der Nominallohne

Rechter Maßstab:

— Wachstumsrate der Anlageinvestitionen  
— Anteil der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am BIP





Leistungen in der Privatwirtschaft. Besonders deutlich wird das Problem wohl bei den Arbeitseinkommen und den Lohnkosten.

Nicht nur reagierten die Löhne nicht flexibel genug auf die realen Einkommensverluste, die aus den starken Preiserhöhungen bei einem unverzichtbaren importierten Rohstoff resultierten. Die Nominallohnentwicklung als solche war bereits zu einer wichtigen Quelle inflationärer Dynamik geworden, insbesondere gegen Ende der sechziger Jahre. Als es dann unumgänglich wurde, die Inflation auf breiter Front zu bekämpfen, bestand ständig Gefahr, daß eine ihrer wichtigsten Einflußgrößen nicht ausreichend oder nicht schnell genug reagieren würde.

Außer auf die Nominallöhne haben zahlreiche Beobachter in jüngster Zeit auch auf die Entwicklung der Reallohnkosten und deren Auswirkungen auf die Ertragslage der Unternehmen aufmerksam gemacht. Die relevante Größe sind hier die dem Arbeitgeber entstehenden Kosten, die die im Gefolge der raschen Ausweitung der öffentlichen Ausgaben vielerorts stark steigenden Sozialabgaben enthalten. Daneben sind wegen vielfacher Änderungen im Arbeitsrecht auch die in Zusammenhang mit Einstellungen und vor allem Entlassungen anfallenden Kosten gestiegen. Im Ergebnis hat dies in vielen Ländern zu einem höheren Anteil der Arbeitnehmer-einkommen am Volkseinkommen geführt. Dazu ist aus der Grafik auf S. 35 zu sehen, daß in den USA nicht nur die Nominallohnsteigerungen nicht die in Teilen Europas verzeichneten Extremwerte erreichten, sondern auch die Lohnquote sich nicht so stark wie dort erhöhte. Viele Beobachter schließen daraus, daß die Löhne in den USA vergleichsweise flexibel waren und angemessener auf die Erfordernisse des Arbeitsmarkts reagierten. Ein noch günstigeres Bild dürfte sich in dieser Hinsicht in Japan ergeben haben.

Schließlich dürften Nominal- und Reallohneinflüsse zusammengewirkt und, wie die Grafik ebenfalls illustriert, eine starke Abschwächung des Wachstums der Anlageinvestitionen herbeigeführt haben. Von daher dürfte dann die allgemeine Wachstumsverlangsamung eine gewisse Eigendynamik entfaltet haben. Das schwächere Wachstum des Kapitalstocks wiederum deutet darauf hin – und auch hier besteht ein gewisser Gegensatz zu den USA –, daß der strukturelle Teil der gegenwärtigen Arbeitslosigkeit, den zu beheben zu Buche schlagende Erweiterungs-investitionen erfordern dürfte, inzwischen zugenommen hat.

### **Finanzpolitik und „policy mix“**

Schon seit längerer Zeit hat sich allgemein die Erkenntnis durchgesetzt, daß in der Finanzpolitik mehr Disziplin vonnöten ist. Die öffentlichen Defizite haben – besonders seit 1979 – eine alarmierende Höhe erreicht, und trotz aller Bemühungen, sie zu begrenzen, hat sich die Ausweitung der öffentlichen Ausgaben seit den frühen siebziger Jahren nicht in ausreichendem Maße dem sehr viel schwächeren Wachstum der Einnahmen angepaßt.

Vor diesem Hintergrund war 1984 auf den ersten Blick ein Jahr der Widersprüche. Einerseits war – bezogen auf das Bruttosozialprodukt – im Durchschnitt eine deutliche Abnahme der Defizite der öffentlichen Haushalte festzustellen, ein

Budgetsalden der öffentlichen Haushalte

	1968-73	1974-78	1979/80	1981	1982	1983	1984
	in Prozent des Bruttosozialprodukts						
USA .....	- 0,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9	- 3,8	- 4,1	- 3,4
Japan .....	.	- 3,4	- 4,1	- 4,0	- 3,6	- 3,5	- 2,6
Deutschland(BR) .....	0,2	- 3,1	- 2,9	- 3,8	- 3,4	- 2,8	- 2,3
Frankreich .....	0,7	- 1,1	- 0,2	- 1,8	- 2,5	- 3,3	- 3,3
Großbritannien .....	- 0,6	- 4,1	- 3,4	- 3,1	- 2,4	- 3,5	- 3,9
Italien .....	- 5,6	- 9,2	- 8,7	-11,8	-12,7	-12,4	-13,8
Kanada .....	0,9	- 1,7	- 2,2	- 1,6	- 5,0	- 6,2	- 6,4
Schweden .....	4,4	2,0	- 3,4	- 5,0	- 6,4	- 4,9	- 3,5
Niederlande .....	- 0,1	- 2,2	- 3,9	- 5,4	- 7,2	- 6,4	- 5,8
Belgien .....	- 4,9 <sup>1</sup>	- 7,2	-10,4	-16,3	-14,8	-15,6	-13,8
Schweiz .....	.	.	- 0,6	- 0,2	- 0,7	- 0,9	- 1,2 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> 1970-73. <sup>2</sup> Budgetvoranschlag.

Prozeß, der bereits 1983 eingeleitet worden war. Es gab auch Anzeichen dafür, daß man die Staatsausgaben endlich besser in den Griff bekommt. Andererseits vergrößerten sich die grundsätzlichen strukturellen Unterschiede zwischen dem finanzpolitischen Kurs der USA und dem in Japan und Europa weiter. Gleichzeitig stiegen, vor allem in Europa, die Aufwendungen für den öffentlichen Schuldendienst in beunruhigender Weise weiter an, denn die Nominalzinsen lagen noch immer um mehrere Prozentpunkte über der Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts.

Gemessen an den mittelfristigen Zielsetzungen der Finanzpolitik bleibt demnach die Situation der öffentlichen Haushalte – trotz erkennbarer Fortschritte im vergangenen Jahr – allgemein weiter verbesserungsbedürftig. Ein Grund ist bekanntlich der, daß die Staatsquote (d. h. die öffentlichen Ausgaben in Prozent des Sozialprodukts) besonders in Europa im Vergleich zu früher nach wie vor sehr hoch ist. Eine weitere Ursache liegt jedoch im Wirtschaftswachstum begründet. In den USA war der Rückgang des öffentlichen Haushaltsdefizits und der Staatsausgaben gemessen am Bruttosozialprodukt zum überwiegenden Teil eine automatische Folge des starken Wirtschaftswachstums. Das strukturelle Defizit, das auch bei „hohem Beschäftigungsniveau“ bestehen bliebe, vergrößerte sich erneut erheblich. Auch in Japan verbesserte sich als Ergebnis des hohen Wachstums die Situation des öffentlichen Haushalts, doch vermochte die Regierung darüber hinaus noch weitere Vorteile aus dieser Lage zu ziehen, indem sie ihre mittelfristige Finanzreform weiter vorantrieb.

In Europa hingegen stellte sich die Lage etwas anders dar. Zwar beschleunigte sich das reale Wachstum im Durchschnitt, es reichte aber nicht aus, um nennenswerte Effekte aufgrund der eingebauten Stabilisatoren entstehen zu lassen. Gleichzeitig nahm das nominale Wachstum des Sozialprodukts hauptsächlich wegen der weiter rückläufigen Inflation kaum zu; tatsächlich schwächte es sich in einigen Ländern sogar ab. Somit blieb die heutige und zukünftige Schuldendienstsituation angesichts tendenziell weiter hoher Nominalzinsen über das gesamte Jahr gesehen trotz

Ausgaben und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte

	Gesamtausgaben					Zinsaufwand			
	1962	1973	1982	1983	1984	1973	1982	1983	1984
	in Prozent des Bruttosozialprodukts								
USA .....	28,4	30,6	35,5	35,3	34,4	2,2	4,4	4,6	5,0
Japan .....	18,2 <sup>1</sup>	20,9	32,4	33,0	32,5	0,9	4,0	4,4	4,6
Deutschland (BR) .....	33,6	40,1	47,7	46,7	46,5	1,1	2,8	3,0	3,0
Frankreich .....	34,0	35,6	47,9	48,6	49,6	0,8	2,2	2,6	3,0
Großbritannien .....	34,0	39,6	45,5	45,8	46,2	3,7	5,2	4,8	5,1
Italien .....	30,5	36,9	53,4	56,0	57,2	2,5	8,4	9,1	9,8
Kanada .....	28,8	34,5	45,7	46,2	47,2	3,9	7,3	7,2	7,9
Schweden .....	31,1	44,2	67,4	67,1	65,0	1,9	7,1	7,5	7,7
Niederlande .....	31,7	43,7	58,5	59,9	58,1	2,8	5,2	5,8	6,1
Belgien .....	30,3	38,9	59,6	59,8	58,8	3,3	9,4	9,6	9,8
Schweiz <sup>2</sup> .....	18,5	24,2	27,7	28,1	28,4	1,5	1,7	1,7	1,7

<sup>1</sup> 1965. <sup>2</sup> Zinsaufwand und Gesamtausgaben des Jahres 1984 geschätzt.

neuer Konsolidierungsmaßnahmen besorgniserregend. (Rein rechnerisch werden die Zinsausgaben im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt – ceteris paribus – immer weiter steigen, solange die durchschnittliche Verzinsung der gesamten öffentlichen Schuld (nach Abzug der Steuereinnahmen aus Zinseinkünften) über der Wachstumsrate des nominalen Sozialprodukts liegt. In diesem Fall wird entweder das Haushaltsdefizit selbst weiter zunehmen oder sonstige öffentliche Ausgaben und/oder Einnahmen werden anzupassen sein – im Idealfall ausreichend stark, um einen Zinsrückgang und vielleicht eine gewisse Wachstumsbelebung auszulösen. Andernfalls ist zu befürchten, daß die „Anpassung“ über eine Beschleunigung der Inflation erfolgt, was die reale Schuldenlast des öffentlichen Sektors möglicherweise mindern würde.)

*Haushaltskonsolidierung im Jahre 1984.* Die Tatsache, daß es im Rahmen der weltweiten Bestrebungen, die öffentlichen Finanzen wieder in den Griff zu bekommen, immer noch Probleme zu lösen gibt, sollte nicht den Blick dafür verstellen, daß 1984 weitere Schritte in diese Richtung unternommen wurden.

Was die USA anbelangt, so hatte der Präsident bereits in seiner Budgetrede zu Beginn des Jahres 1983 angesichts des beim rechtlichen Status quo zu erwartenden weiteren Anstiegs des Haushaltsdefizits (von schätzungsweise \$ 225 auf fast 250 Mrd., einschließlich außerbudgetärer Posten) im am 30. September 1984 endenden Haushaltsjahr weitere Ausgabenkürzungen vorgeschlagen. Zwar verringerte sich dann der tatsächliche Fehlbetrag auf \$ 185 Mrd., doch sah sich der Kongreß aufgrund der gestiegenen strukturellen Komponente des Defizits gleichwohl veranlaßt, den „Deficit Reduction Act“ von 1984 zu verabschieden. Die finanziellen Auswirkungen dieses Gesetzes sind allerdings relativ gering; bis 1988 werden jährliche Einsparungen von rund \$ 25 Mrd. erzielt werden. Deshalb schlug der Präsident zu Beginn dieses Jahres weitere Maßnahmen vor, so unter anderem ein selektives, einjähriges Einfrieren zahlreicher Ausgabenprogramme und die Aussetzung der Anpassung an die Lebenshaltungskosten. Sollten diese Vorschläge Gesetz werden und die Annahmen der

Administration über Wirtschaftswachstum und Zinsentwicklung zutreffen, würde sich das Defizit des Bundeshaushalts von \$ 222 Mrd. im laufenden Haushaltsjahr auf \$ 180 Mrd. im Jahre 1986 und schließlich auf \$ 82 Mrd. im Jahre 1990 verringern. Gemessen an den Kosten, die zu erwarten gewesen wären, wenn man die Ausgabenprogramme ungekürzt durchgeführt hätte, würden die Einsparungen von \$ 50 Mrd. im Haushaltsjahr 1986 auf über \$ 100 Mrd. im Jahre 1988 steigen.

Die Einnahmenausfälle aufgrund des „Economic Recovery Tax Act“ von 1981 bleiben freilich trotz zwischenzeitlicher Änderungen weitgehend bestehen. Beispielsweise dürften im laufenden Haushaltsjahr die tatsächlichen Einnahmen um über \$ 100 Mrd. unter dem Steueraufkommen liegen, das sich aufgrund des vor 1981 geltenden Steuersystems ergeben hätte. Bedenkt man die starke Ausweitung der Verteidigungsausgaben und den steilen Anstieg der Zinsaufwendungen, so hat der Kongreß noch die Lösung eines sehr schwierigen Problems vor sich.

Andernorts gingen die Bemühungen, die öffentlichen Ausgaben zu begrenzen, weiter. In Japan hatte sich 1983 die Regierung angesichts der verhältnismäßig schwachen Inlandsnachfrage veranlaßt gesehen, ihren haushaltspolitischen Sparkurs, der als der einschneidendste seit Jahrzehnten angesehen wurde, etwas zu lockern. Als dann der Wirtschaftsaufschwung im vergangenen Jahr an Dynamik gewann, wurden derartige Maßnahmen als nicht mehr so zwingend erachtet. Das Defizit der öffentlichen Haushalte sank von  $3\frac{1}{2}$  auf  $2\frac{1}{2}$ % des Bruttosozialprodukts. Für das Haushaltsjahr 1985/86 sind weitere ausgabenbegrenzende Maßnahmen vorgesehen; der geplante Ausgabenanstieg (ohne Zinsaufwand und Finanzzuweisungen an die Gemeinden gerechnet) ist der niedrigste seit Ende des Zweiten Weltkriegs.

In den europäischen Ländern wird vielerorts erste Priorität der Reduzierung der öffentlichen Ausgaben eingeräumt, die schon für sich gesehen erforderlich ist, aber auch unabdingbar, um Spielraum für Steuererleichterungen zur Verbesserung der Angebotsbedingungen in der Volkswirtschaft zu schaffen. In Deutschland und Großbritannien ist die Finanzpolitik nunmehr ausdrücklich mittelfristig angelegt, und auch in Belgien gehen die Bemühungen in diese Richtung. Wie aus der Tabelle auf S. 38 ersichtlich ist, ist in Deutschland die Staatsquote deutlich gesunken. Neben der mittelfristigen Zielsetzung, das Wachstum der öffentlichen Ausgaben unter dem des Sozialprodukts zu halten, sind für 1986 und 1988 – bei gleichzeitigem weiteren Rückgang des Haushaltsdefizits in Relation zum Bruttosozialprodukt – Einkommensteuersenkungen geplant.

In Großbritannien wirkte sich hingegen im letzten Jahr der Bergarbeiterstreik negativ auf die Ausgaben und das auf das Sozialprodukt bezogene Defizit aus, wobei allerdings auch die Ausgaben der Kommunen über das Ziel hinausschossen. Ungeachtet dessen sollen nach den gegenwärtigen Plänen die öffentlichen Ausgaben – real betrachtet – während der nächsten drei Jahre nicht weiter steigen. Die „Privatisierung“ von zuvor in Staatseigentum stehenden Unternehmen ist inzwischen ein gutes Stück vorangekommen. Die finanzpolitischen Maßnahmen zielten auch auf eine Verbesserung der Beschäftigungslage; so schaffte man beispielsweise die von den Arbeitgebern zu zahlende Zusatzabgabe zur Sozialversicherung (National Insurance Surcharge) ab und ließ, was ungewöhnlicher ist, die Abschreibungs-erleichterungen für Investitionen stufenweise auslaufen.

In Frankreich und Italien ist vor dem Hintergrund einer relativ zaghaften Erholung der Wendepunkt bei der Staatsquote insgesamt noch nicht erreicht, wenn gleich bemerkenswert ist, daß ein beachtlicher Teil des im letzten Jahr zu beobachtenden Anstiegs – vor allem in Italien – auf den Zinszahlungen beruhte. Die Bemühungen, die Deckungslücken in den öffentlichen Haushalten zu verringern, haben zwangsläufig Steuersenkungen nennenswerten Ausmaßes verhindert. In Frankreich wurde die zuvor bestehende „Solidaritätsabgabe“ durch eine stärkere Belastung der höheren Einkommen ersetzt; ferner wurden einige Programme für öffentliche Arbeiten durch eine Erhöhung der Mineralölsteuer finanziert. Italien kam ebenfalls nicht umhin, einige indirekte Steuern zu erhöhen und in diesem Zusammenhang auch Maßnahmen zur Bekämpfung der Steuerhinterziehung einzuleiten.

Für die kleineren Länder, von denen einige mit allerschwierigsten Finanzproblemen zu tun hatten, könnte 1984 eine Art Wendepunkt darstellen. Zwar konnten Steuererhöhungen nicht immer vermieden werden, doch konzentrierten sich die Konsolidierungsbemühungen im vergangenen Jahr auf die Ausgaben. In den Niederlanden setzten die Sparmaßnahmen nunmehr besonders bei den Transferausgaben und den Verwaltungskosten an, während in Belgien zudem eine gewisse Verlagerung weg von laufenden und hin zu Kapitalausgaben festzustellen ist. Schweden, das eine der höchsten Staatsquoten in der ganzen Welt aufweist, vermochte diese im vergangenen Jahr besonders stark zu senken, und für dieses Jahr ist sogar erneut ein leichter absoluter Rückgang der öffentlichen Ausgaben eingeplant.

*Internationale Aspekte des „policy mix“.* Daß überall der Wunsch nach Konsolidierung der öffentlichen Haushalte besteht, ist eine bekannte Tatsache. Dessen ungeachtet unterscheidet sich die finanzpolitische Lage in den USA stark von der in anderen Ländern. Nicht nur ist weiter fraglich, ob es in den USA der Regierung und dem Kongreß gelingen wird, für die Zukunft ein für alle Seiten befriedigendes Paket ausreichend bemessener Ausgabenkürzungen zu schnüren. Es kommt hinzu, daß während der vergangenen zwei bis drei Jahre eine sehr bunte Palette grundlegender wirtschaftspolitischer Maßnahmen die Weltwirtschaft in erheblichem Maße beeinflusst hat. Am wichtigsten war dabei die Nachfrageankurbelung in den USA, die sich bislang zweifelsohne vorteilhaft ausgewirkt hat. Da sie jedoch von einem spektakulären Anstieg des Dollarkurses und einem Rekorddefizit in der US-Leistungsbilanz begleitet war, kann sicherlich nicht davon ausgegangen werden, daß diese positiven Impulse zeitlich unbegrenzt fort dauern. So befürchten denn auch zahlreiche Beobachter des Geschehens, daß ohne einen grundlegenden Wandel in den USA über kurz oder lang sowohl für die USA selbst als auch für die übrige Welt das Pendel umschlagen könnte.

Eine weniger apokalyptische Sicht der Dinge läßt den Schluß zu, daß es mit der notwendigerweise schwächeren Zunahme der Nettoimporte in die USA den Währungsbehörden besonders in Europa möglich sein sollte, wieder mehr zu der von ihnen angestrebten Aufgabenverteilung zwischen Finanz- und Geldpolitik zurückzufinden. Selbst im Rahmen der mittelfristigen Zielsetzungen für Haushaltspolitik und monetäres Wachstum entsteht möglicherweise ein gewisser zinspolitischer Handlungsspielraum. Niedrige Zinsen können als Ermutigung zu Investitionen angesehen werden, aber auch als ein Beitrag, mit dem die Schuldendienstprobleme,

denen sich die Regierungen gegenwärtig als Teil ihrer allgemeinen finanzpolitischen Schwierigkeiten ausgesetzt sehen, erleichtert werden.

Wie in diesem Kapitel dargelegt wurde, hat Europa ohnehin per saldo weniger Impulse durch Exporte erhalten als Japan und Kanada, während es sich gleichzeitig als zunehmend anfälliger gegenüber einem möglichen inflationären Schub infolge des vorangegangenen Kursanstiegs des Dollars erwiesen hat. Dieser Tatbestand setzte dabei nicht nur Schranken in bezug auf die Entwicklung der Inlandszinsen; er schärfte auch das Bewußtsein der europäischen Regierungen dafür, daß sie sich nicht auf das Risiko einlassen konnten, den von den USA vorgeführten „policy mix“ nachzuahmen. In den europäischen Ländern sah man in der Verringerung der öffentlichen Ausgaben die unabdingbare Voraussetzung für Steuersenkungen. Denn aus dem sehr hohen Niveau der öffentlichen Ausgaben war gefolgert worden, daß jeder Versuch, die Konjunktur von der Fiskalseite her anzuregen, die Gefahr eines erneuten Auflebens der Inflationserwartungen beinhalten und sich deshalb ohnehin als unwirksam erweisen würde.

In Anbetracht des in Europa in Gang gekommenen langwierigen Prozesses der Ausgabenbegrenzung ist es deshalb wichtig, daß sich die von der Wirtschaftspolitik der USA auf die übrige Welt ausstrahlenden Nachfrageeffekte nicht infolge des frühzeitigen Einsetzens einer Rezession abrupt umkehren. Denn selbst, wenn unter den Bedingungen eines schwächer werdenden Dollars die Zinsen andernorts leicht sinken sollten, steht nicht eindeutig fest, daß die davon ausgehenden Impulse ohne Steuersenkungen, die Teil einer längerfristig angelegten Strategie sind, ausreichend stark wären. Ideal wäre, wenn es in den USA zu einer durchgreifenden baldigen Neuorientierung der Finanzpolitik käme und zugleich in den anderen Ländern die Pläne zur Eindämmung der öffentlichen Ausgaben möglichst rasch zu Ende geführt würden. Dies würde eine Rückkehr zu weltweit niedrigeren Zinsen erleichtern, und die europäischen Regierungen bekämen dann möglicherweise den notwendigen Spielraum, um angebotsorientierte steuerliche Maßnahmen, soweit angezeigt, voranzutreiben.

### III. FINANZMÄRKTE IM WANDEL

#### Schwerpunkte

Die finanzielle Entwicklung wurde im Jahre 1984 in erheblichem Maße durch Unterschiede in der Wirtschaftspolitik sowie durch zyklische und längerfristige strukturelle Faktoren beeinflusst. In den USA nahm die Kreditnachfrage des öffentlichen Sektors weiter zu, während sich das fortgeschrittene Stadium des Wirtschaftsaufschwungs im hohen Niveau der Kreditnachfrage des privaten Sektors widerspiegelte. Zweifel mögen angebracht sein, daß die Ausweitung der Kreditvergabe in den USA angesichts der Rekordkapitalzuflüsse und der mit der Expansion der Verschuldung einhergehenden Renditeschwankungen mit der gleichen Rate weiterwachsen wird wie bisher. Mit Ausnahme Deutschlands, wo die Nachfrage der Unternehmen nach Finanzierungsmitteln netto ebenfalls anstieg, kam es in den übrigen Industrieländern zu einer Konsolidierung der Bilanzen der Unternehmen wie des öffentlichen Sektors. In den europäischen Ländern schlug sich hier die gerade erst angelaufene Investitionskonjunktur und die weiter restriktive Finanzpolitik nieder; in Japan war es den Unternehmen aufgrund der kräftig gestiegenen Gewinne möglich, in erheblichem Umfang zu investieren und zugleich ihre finanzielle Situation zu verbessern.

Über einen längeren Zeitraum gesehen hängen die strukturellen Änderungen der sektoralen Finanzierungssalden eng mit den Trends der Geldvermögensbildung und der Kreditaufnahme zusammen. In den meisten größeren Ländern lag die Zuwachsrate der Nettogeldvermögensbildung der privaten Haushalte in den letzten Jahren über der Wachstumsrate des Volkseinkommens, während die Unternehmen mehr um eine parallele Ausweitung der finanziellen Forderungen und Verpflichtungen bemüht waren. Hinter diesen Entwicklungen waren zudem signifikante Veränderungen in den Portefeuilles erkennbar, in denen sich Risiko- und Renditeveränderungen sowie andere strukturelle Einflüsse niederschlugen. So stieg der Anteil der Einlagen mit marktnaher Verzinsung, und der mittelbare Besitz der privaten Haushalte an Aktien, Anleihen und Grundeigentum nahm zu. Bei bestimmten Anlageformen wie Termineinlagen sind die Laufzeiten verkürzt worden, was sie liquider gemacht hat, doch dürfte die Liquidität der Anleger – angesichts ausgleichender Verschiebungen in der Zusammensetzung der Portefeuilles – mehr oder weniger unverändert geblieben sein.

Derartige langfristige Trends, die auch von Veränderungen des Finanzsystems, vor allem von finanziellen Innovationen bestimmt werden (auf diesen Problemkreis wurde in den 1983 und 1984 herausgegebenen Jahresberichten ausführlich eingegangen), beeinflussen maßgeblich die Entwicklung an den Finanzmärkten. Im diesjährigen Bericht werden entsprechende Neuerungen in einem größeren Zusammenhang behandelt, nämlich im Rahmen der Veränderung der Nachfrage nach und des Angebots an Finanzaktiva sowie der über die Finanzmittler und der direkt über die Märkte laufenden Kreditbeziehungen.

In einer Reihe von Ländern haben die offenen Finanzmärkte in den letzten Jahren eine wichtigere Rolle gespielt als in der Vergangenheit. Banken und andere Finanzierungsinstitute nahmen dort zunehmend Mittel auf, nicht zuletzt, um ihren Anteil am gesamten Kreditangebot zu behaupten. Deshalb setzen diese Institutionen ihre Zinsen auf der Soll- und Habenseite in wachsendem Maße entsprechend den Marktkonditionen fest. Allgemeiner betrachtet, ändern Liberalisierung und schärferer Wettbewerb die Transmissionskanäle der Geldpolitik und beeinflussen den Geldschöpfungsprozeß. In Deutschland und in einigen Nachbarländern waren diese Entwicklungen in den letzten Jahren aus den verschiedensten Gründen weniger deutlich wahrzunehmen.

Die sich aus den Veränderungen von Art und Ort der Kreditvermittlung ergebenden wirtschaftspolitischen Rückwirkungen betreffen die Effizienz, die Stabilität und die Konzipierung wirtschaftspolitischer Instrumente. Die wichtigsten finanziellen Preise – Zinssätze und Wechselkurse – reagieren heutzutage sicherlich empfindlicher auf das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage, was zu einer wirtschaftlicheren Allokation der Ressourcen beitragen dürfte. Ein wettbewerbsbedingtes Schrumpfen der Zinsmargen und größere Schwankungen der finanziellen Preise könnten gleichzeitig aber die Frage nach der Stabilität der Finanzmärkte entstehen lassen. Die gewachsene Bedeutung der Märkte und marktnaher Zinskosten hat Auswirkungen auf Gestaltung und Anwendung des Instrumentariums von Geldpolitik und Bankenaufsicht, deren Interdependenz sich infolge der Entwicklung der finanziellen Konditionen verstärkt hat.

### **Veränderungen der sektoralen Finanzierungssalden**

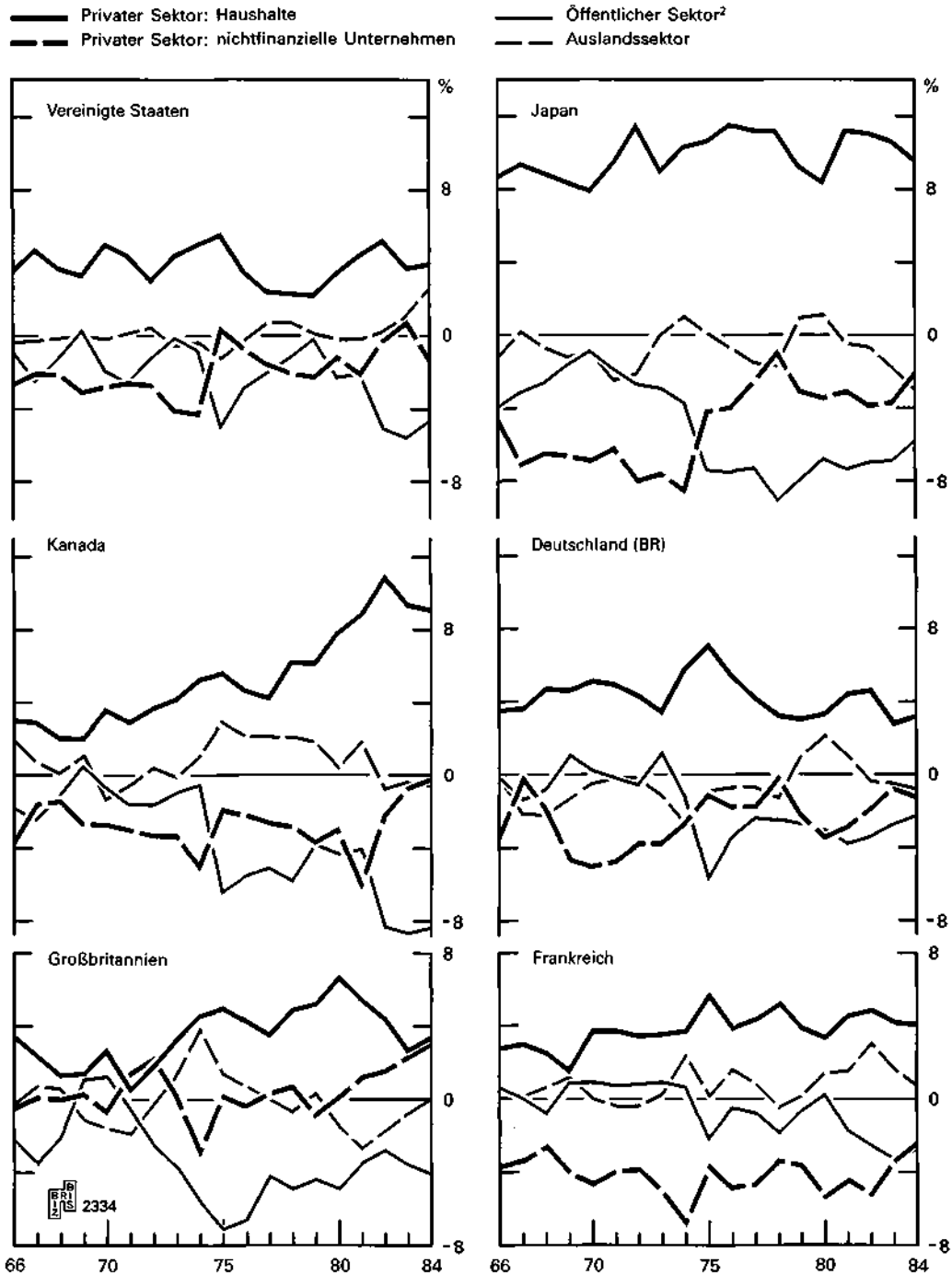
Veränderungen der sektoralen Finanzierungssalden könnte man als Schnittstelle zwischen dem realen und dem monetären Bereich der Wirtschaft bezeichnen. Darüber hinaus sind sie ein wichtiger Indikator für die Aktivitäten an den Finanzmärkten, da ein Nettoüberschuß, der den positiven Saldo von Ersparnis und Investitionen zum Ausdruck bringt, zur Aufstockung des Geldvermögens oder zum Abbau finanzieller Verpflichtungen verwendet werden kann, wohingegen ein Nettodefizit durch den Verkauf von Finanzaktiva oder durch die Aufnahme von Krediten finanziert werden muß. Bis zu einem gewissen Grad lassen sich diese Veränderungen durch konjunkturbedingte Verhaltensweisen erklären, doch könnten sie auch bilanztechnische Vorgänge zur Anpassung an längerfristige Entwicklungen sowie strukturelle Veränderungen des Finanzsystems widerspiegeln.

Im Jahre 1984 konnten die nichtfinanziellen Unternehmen in den Ländern der Zehnergruppe mit Ausnahme der USA und Deutschlands ihre Finanzposition stärken, wobei in einigen Ländern wie den Niederlanden die Verbesserungen in der Exportwirtschaft besonders deutlich ausfielen. Ursache hierfür war eine konjunkturbedingte Verbesserung der Ertragslage in Verbindung mit einer – wenn man von Japan absieht – immer noch relativ schwachen Belebung der Investitionstätigkeit. Da der Erholungsprozeß in der Mehrzahl dieser Länder noch die Anfangsphase durchläuft, wurde das Produktionswachstum bisher vor allem durch eine höhere Auslastung der Kapazitäten und durch vermehrte Überstunden erreicht. Die Unternehmen



# Sektorale Finanzierungssalden<sup>1</sup>

in Prozent des Bruttonationalprodukts



<sup>1</sup> Auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung oder der Finanzstatistik. Wegen unterschiedlicher Definition der Sektoren in den gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnungen und den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen können die Finanzierungssalden des öffentlichen Sektors von den in anderen Tabellen und Grafiken dieses Berichts ausgewiesenen Werten abweichen. Die Zahlen für 1984 sind vorläufig. <sup>2</sup> Deutschland, Großbritannien, Japan und Kanada: einschl. öffentlicher Unternehmen.

nutzten diese Gelegenheit zur Stärkung ihrer Liquidität und zur Verringerung ihrer Schulden. Zwar kam es in all diesen Ländern bei den Finanzierungssalden der Unternehmen zu gleichgerichteten Veränderungen, doch ergaben sich hinsichtlich der Höhe der Salden Unterschiede. Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang Großbritannien und die Niederlande, wo die Unternehmen wiederum mit einem Finanzierungsüberschuß aufwarten konnten, während in anderen Ländern die üblichen Defizite zu registrieren waren. Eine wichtige Ausnahme bei der Tendenz zur finanziellen Konsolidierung waren die USA, wo der Wirtschaftsaufschwung weiter fortgeschritten und robuster ist als in Europa. Ein solches Verlaufsmuster zeichnet sich in Deutschland ab; hier haben die Unternehmen mehr als in den meisten anderen europäischen Ländern in Anlagen und Vorräte investiert. In Japan konnten die Unternehmen – trotz der kräftigen Zunahme der Investitionen und der Kreditaufnahme – ihre Finanzlage aufgrund außergewöhnlicher Gewinnsteigerungen verbessern.

In der Aufschwungsphase verstärken die privaten Haushalte im allgemeinen ihre Ersparnisse und stocken ihr Geldvermögen auf, da die Nachfrage nach Verbrauchsgütern im Normalfall nur mit zeitlichem Abstand auf Einkommenserhöhungen reagiert. In einigen Ländern könnten sich jedoch gegenläufige Effekte dadurch ergeben haben, daß im Zuge der wirtschaftlichen Erholung der Kauf langlebiger Gebrauchsgüter und Wohnungsbauinvestitionen vorgezogen worden sind.

Diese sich gegenseitig aufhebenden Kräfte sind 1984 offenbar in Kanada und Japan zum Tragen gekommen, wo der Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte trotz gestiegener Einkommen rückläufig war. Verantwortlich für diese Entwicklung dürfte in erster Linie der Kauf langlebiger Gebrauchsgüter gewesen sein. In Frankreich, Belgien und Schweden hingegen beruhte der Rückgang der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte auf der schwachen Einkommensentwicklung, die das Ergebnis von Nachwirkungen der Rezession und Maßnahmen der finanzpolitischen Anpassung war. In den USA stieg der Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte an, was die höhere Zuwachsrates der Einkommen und die verzögerte Reaktion des Konsums, wie sie für ein solch fortgeschrittenes Stadium des Konjunkturaufschwungs typisch ist, widerspiegelte. Ein ähnliches Bild ergab sich in Deutschland (wo die Wohnungswirtschaft zu den privaten Haushalten zählt) und Großbritannien, obwohl dort die wirtschaftliche Erholung noch nicht so weit fortgeschritten war.

1984 konnte der öffentliche Sektor in den meisten Ländern seinen Finanzierungssaldo verbessern. Bis zu einem gewissen Grad war dies konjunkturbedingt, da sich aufgrund der automatischen Stabilisatoren das Steueraufkommen erhöhte und die Transferzahlungen an Arbeitslose nicht so stark stiegen oder sogar zurückgingen. Gleichzeitig führten jedoch viele Industrieländer ihre Politik der Haushaltskonsolidierung fort, insbesondere über eine Kürzung der staatlichen Ausgaben, in einigen Fällen aber auch durch Steuererhöhungen. Dagegen schwächte sich im Zuge der Rückbildung der Teuerungsraten (vgl. hierzu Kapitel II) der „fiscal drag“ ab, während die Arbeitslosigkeit und der sprunghafte Anstieg des Zinsaufwands die meisten Länder immer noch vor schwerwiegende Probleme stellen. In Frankreich werden, wie in einigen anderen Ländern auch, die Sozialausgaben, die Zinsenlast

und die niedrigen Steuereinnahmen als Gründe dafür angeführt, daß sich das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors nicht im erwarteten Umfang verringert hat. In Großbritannien vergrößerte sich die Deckungslücke im öffentlichen Haushalt, jedoch ist dies hauptsächlich auf die außergewöhnlichen Umstände infolge des Bergarbeiterstreiks zurückzuführen. Die USA gingen in den letzten Jahren bei der wirtschaftlichen Ankurbelung über die Finanzpolitik andere Wege als die übrigen Länder. Obwohl sich der Anteil der Verteidigungsausgaben erhöhte, wurden die Steuersätze deutlich gesenkt. Deshalb ist das strukturelle staatliche Defizit in den USA drastisch angewachsen, während es in den meisten anderen Ländern zurückgeführt werden konnte. Vor dem Hintergrund des kräftigen wirtschaftlichen Aufschwungs in den USA und der Vergrößerung des Fehlbetrags im Unternehmensbereich reichte der zu verzeichnende leichte konjunkturbedingte Rückgang des Finanzierungsdefizits des öffentlichen Sektors nicht aus, um einen kräftigen Anstieg des gesamtwirtschaftlichen inländischen Finanzierungsdefizits zu verhindern.

Spiegelbildlich zu diesem Defizit ergab sich eine deutliche Zunahme der Nettokapitalzuflüsse in die USA, die einen höheren Finanzierungsüberschuß des Sektors Ausland zur Folge hatten. Diese Entwicklung ist zum Teil auf die gestiegene Nettokreditaufnahme der nichtfinanziellen Unternehmen und auf eine ausgeprägte Abnahme der Bankausleihungen an das Ausland zurückzuführen. In den meisten anderen Ländern gingen die Verbesserung der Finanzierungsposition des öffentlichen Sektors und die unzureichende Dynamik der binnenwirtschaftlichen Belebung, die einer Ausweitung der Importe entgegenwirkte, mit einer Verbesserung des Finanzierungssaldos gegenüber dem Ausland einher. Die Kapitalabflüsse aus den Niederlanden, Deutschland, Kanada und Belgien nahmen hauptsächlich aus konjunkturellen Gründen zu, während die Mittelabflüsse aus Japan, das inzwischen zum bedeutendsten Kapitalexportland geworden ist, wegen der – weiter unten ausführlich erörterten – seit längerem gegebenen Konstellation der Finanzierungsströme im wesentlichen struktureller Natur sein dürften.

*Konjunkturelle versus strukturelle Finanzierungsströme.* Aufschluß über die Stärke und Dauerhaftigkeit der derzeitigen Verschiebungen in den sektoralen Finanzierungspositionen erhält man durch einen Vergleich mit den Veränderungen während der Aufschwungsphasen 1970–74 und 1976–79.

Die Grafik auf S. 44 läßt den Schluß zu, daß sich die Finanzierungsposition des Unternehmenssektors stets erst in der Spätphase des jeweiligen Konjunkturzyklus drastisch verschlechterte. In Deutschland konnten die Unternehmen ihre Finanzierungsposition allerdings während des gesamten Aufschwungs von 1970–74 verbessern, wobei jedoch auch Spekulationen auf eine Aufwertung der D-Mark eine Rolle spielten. Die in der letzten Zeit zu beobachtenden Veränderungen laufen somit im großen und ganzen wie in früheren Aufschwungsphasen ab; dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß Europa im Vergleich zu den USA und Japan im Konjunkturzyklus noch zurückliegt. Gemessen an der Nettokreditaufnahme der Unternehmen fehlt es den Wachstumskräften in den meisten europäischen Ländern dennoch an Schwung.

In früheren Konjunkturzyklen veranlaßten steigende Inflationsraten die privaten Haushalte mitunter zu vermehrter Geldvermögensbildung; in jüngerer Zeit

schwächte sich dagegen die Geldvermögensbildung angesichts sinkender Inflationsraten ab. Ein solches Verlaufsmuster, in dem sich Vermögenseffekte im Sparverhalten niederschlagen, ist in vielen Ländern in verschiedenen Varianten zu beobachten. Lediglich in Großbritannien hat die gegenwärtige konjunkturelle Belebung zu einem in diesem Ausmaß bisher nicht gekannten Rückgang des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte geführt. Freilich schlagen sich in diesem Verhalten wohl in erster Linie strukturelle Änderungen des Finanzsystems nieder (s. weiter unten) und nicht unterschiedliche zyklische Einflüsse.

In der Vergangenheit hat sich der Finanzierungssaldo des öffentlichen Sektors in vergleichbaren konjunkturellen Situationen stets günstiger entwickelt als im bisherigen Verlauf des jetzigen Zyklus. In den USA ist dies – bei gleichzeitiger Belebung der privaten Kreditnachfrage – die Folge eines weiter zunehmenden strukturellen Defizits. In den meisten europäischen Ländern ist die Entwicklung trotz anhaltender Bemühungen um eine mittelfristige Haushaltskonsolidierung von der Konjunkturschwäche geprägt. Anders ausgedrückt: Abgesehen von den wichtigen Ausnahmen USA, Japan und – bis zu einem gewissen Grad – Deutschland, stand das Defizit des öffentlichen Sektors im Jahre 1984 unter dem nachhaltigen Einfluß der sich fortsetzenden Umstrukturierung der Bilanzen des privaten Sektors, resultierend aus relativ niedrigen Wachstumsraten bei den Investitionen und einer im Vergleich zu den Aufschwungsphasen in den siebziger Jahren allgemein schwachen Konjunkturdynamik.

Im Sektor Ausland wiesen die Konjunkturzyklen in den siebziger Jahren verstärkte Kapitalzuflüsse in der Aufschwungsphase bei einem entsprechenden Anstieg der Leistungsbilanzdefizite auf, obwohl im Falle Japans eine derartige Entwicklung erst gegen Ende des Konjunkturzyklus eintrat und möglicherweise mit den steigenden Öl- und Rohstoffpreisen zusammenhing. Demgegenüber sind die im letzten Jahr in zahlreichen Ländern außer den USA zu verzeichnenden Kapitalabflüsse vor dem Hintergrund des ungewöhnlichen Wechselkursgefüges und eines asynchronen Verlaufs der Konjunkturzyklen, wie er zwischen Europa und den USA zu beobachten ist, zu sehen.

Die sektoralen Finanzierungsströme werden auch von konjunkturunabhängigen, strukturellen Faktoren beeinflusst, wenngleich die zurückliegende Rezession aufgrund ihrer außergewöhnlichen Merkmale eine Abgrenzung gegenüber den konjunkturellen Einflußfaktoren schwieriger macht als sonst. Die privaten Haushalte weisen traditionell einen Finanzierungsüberschuß aus, da sie zu Anlagezwecken, für ihre Altersversorgung und aus Vorsorgeerwägungen Vermögen bilden. Natürlich bestehen in dieser Hinsicht von Land zu Land erhebliche Unterschiede. In Japan war der Überschuß der privaten Haushalte mit etwa 10% des Bruttosozialprodukts schon immer hoch, während die Überschüsse in den USA, Deutschland, Großbritannien und Frankreich mit 3% weit darunter lagen und der entsprechende Sektor in Schweden gewöhnlich einen Fehlbetrag verzeichnete. Der Überschuß Japans dürfte mit dem Prämienlohnsystem, den niedrigen Altersrenten, der wachsenden Zahl alter Menschen, der eingeschränkten Kreditversorgung der privaten Haushalte, den hohen Kosten im Wohnungsbau und den Bildungserfordernissen zusammenhängen, was insgesamt darauf hinausläuft, daß in stärkerem Maße liquide Mittel und Geldkapital gebildet werden müssen. Es ist damit zu rechnen, daß sich der Finanzierungsüberschuß infolge des fortschreitenden Alterungsprozesses der

Bevölkerung im Laufe der nächsten zehn Jahre beträchtlich verringern wird. In Schweden wird demgegenüber die Sparneigung der privaten Haushalte durch die bestehende Altersversorgung und durch großzügige Möglichkeiten der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen gedämpft, wenngleich bei den Schuldzinsen der steuerliche Abzug in den letzten Jahren wieder eingeschränkt worden ist.

Zwar fallen die Finanzierungssalden der privaten Haushalte prozentual unterschiedlich aus, doch sind in den meisten Fällen die strukturellen Überschüsse preisbereinigt sowohl in Relation zu den privaten Einkommen als auch zum Brutto-sozialprodukt in etwa gleich geblieben. Als wichtige Sonderfälle sind hier Großbritannien und Kanada zu nennen, wo es aufgrund von Bestandsanpassungen auf der Passivseite zu Veränderungen kam. In Großbritannien resultierte der ungewöhnlich niedrige Überschuß aus einem auf die Liberalisierung der Finanzmärkte zurückgehenden sprunghaften Anstieg der Kreditaufnahme. In Kanada ist der in letzter Zeit registrierte unverhältnismäßig hohe Überschuß eine Reaktion auf die Zunahme der Verpflichtungen in den siebziger Jahren, als die realen Zinssätze niedrig waren, so daß die privaten Haushalte in der Folge einen Zinsanstieg verkraften mußten. Der augenblickliche Überschuß ist als Versuch zu werten, die Schuldenlast abzubauen, wobei sich 1982 die Verpflichtungen sogar der absoluten Höhe nach verringerten. Derart extreme sektorale Finanzierungssalden dürften kaum von Dauer sein. In Großbritannien sollte sich die Kreditnachfrage im Zuge der wachsenden Zinsenlast abschwächen, doch allem Anschein nach haben die privaten Haushalte ihr Schuldendienstpotential noch keineswegs ausgeschöpft. In Kanada wird die Tilgung von Verbindlichkeiten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht in dem bisherigen Maße weitergehen, wie an der positiven Bruttokreditaufnahme in den Jahren 1983 und 1984 abzulesen ist.

Normalerweise ist im Unternehmenssektor ein Finanzierungsdefizit anzutreffen, da die Anlageinvestitionen und Vorratsveränderungen in der Regel höher sind als die Gewinne. Großbritannien und die Niederlande weichen von diesem Grundmuster insofern ab, als die nichtfinanziellen Unternehmen nicht immer einen Minussaldo aufweisen. In den USA, Japan und Deutschland scheinen die strukturellen Finanzierungsdefizite des Unternehmenssektors seit einigen Jahren ebenfalls zurückzugehen, was vielleicht mit der zuvor gesunkenen Sachkapitalrendite und dem daraus resultierenden Rückgang der Investitionstätigkeit zu erklären ist.

Seit Anfang der siebziger Jahre zeigt das strukturelle Defizit des öffentlichen Sektors praktisch in allen Ländern steigende Tendenz, wenn es auch in jüngerer Zeit in den meisten europäischen Ländern infolge der ergriffenen Konsolidierungsmaßnahmen zurückgeführt werden konnte. Zuzuschreiben sind die Defizite unter anderem einem Anstieg der konjunkturunabhängigen Arbeitslosigkeit und der Zinsausgaben. In den Ländern der Zehnergruppe insgesamt beläuft sich die Bruttoverschuldung des Staates mittlerweile auf über 30% des Bruttosozialprodukts; in Italien und Belgien beträgt die entsprechende Quote mehr als 75%.

### **Entwicklung der Kreditnachfrage**

Berücksichtigt man den Stand der konjunkturellen Entwicklung und die bisweilen wichtigen säkularen Trends oder strukturellen Faktoren, so zeigt sich, daß

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Sektoren

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
	in Prozent des Bruttoinlandsprodukts									
<b>USA</b>										
Private Haushalte	3,5	5,3	7,3	8,0	7,4	4,6	4,3	3,1	5,3	6,6
Unternehmen (einschl. Landwirtschaft)	3,3	4,7	5,9	5,9	6,0	5,3	5,0	4,2	4,7	4,6
Öffentliche Haushalte	6,3	4,8	3,6	3,2	2,3	3,7	3,2	6,3	6,8	6,3
Zusammen	13,1	14,8	16,8	17,1	15,7	13,6	12,5	13,6	16,8	17,5
darunter: Anleihen und sonstige										
Schuldverschreibungen	8,1	6,5	5,5	5,0	4,0	5,4	5,1	7,5	7,8	8,4
Anteilskapital	0,6	0,6	0,7	0,0	-0,3	0,5	-0,4	0,4	0,9	-2,0
<b>Kanada</b>										
Private Haushalte	8,5	10,2	9,5	8,5	10,5	7,5	6,3	-1,8	4,2	4,0
Unternehmen mit eigener Rechtspersönlichkeit	4,3	4,1	3,2	5,6	5,6	5,9	10,4	3,7	1,0	3,3
Öffentlicher Sektor	7,9	7,9	7,7	10,6	4,8	7,4	8,0	10,1	9,6	9,3
Zusammen	20,7	22,2	20,5	24,6	20,9	20,8	24,7	12,1	14,8	16,6
darunter: Anleihen und kurzfristige										
Schuldverschreibungen	6,5	4,7	7,5	7,4	5,7	8,3	6,9	10,1	10,3	6,5
Anteilskapital	0,5	0,5	1,3	2,5	1,3	1,3	1,5	1,2	1,5	0,7
<b>Japan</b>										
Private Haushalte	7,1	6,4	5,4	5,5	5,8	5,8	4,2	4,0	4,6	4,8 <sup>1</sup>
Unternehmen mit eigener Rechtspersönlichkeit	11,9	10,1	7,5	6,0	6,0	7,5	8,8	8,6	8,0	8,9 <sup>1</sup>
Öffentlicher Sektor	9,3	10,5	10,4	13,8	10,6	10,8	10,4	8,4	9,6	7,1 <sup>1</sup>
Zusammen	28,3	27,0	23,3	25,2	22,3	24,0	23,5	21,0	22,2	20,7 <sup>1</sup>
darunter: Schuldverschreibungen	6,8	7,7	8,4	11,0	7,8	8,2	8,4	6,3	7,2	6,1 <sup>1</sup>
Anteilskapital	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,5	0,6 <sup>1</sup>
<b>Deutschland (BR)</b>										
Private Haushalte <sup>2</sup>	3,0	3,7	4,2	5,1	5,7	4,9	4,1	3,4	4,2	3,6
Unternehmen	4,2	5,8	5,0	4,1	5,3	6,0	6,2	4,9	4,5	4,9
Öffentliche Haushalte	6,3	4,2	3,1	3,4	3,0	3,7	4,9	4,3	3,4	2,7
Zusammen	13,5	13,7	12,3	12,6	14,0	14,6	15,2	12,6	12,1	11,2
darunter: Schuldverschreibungen	1,9	1,1	1,7	0,9	0,4	0,1	0,1	2,3	2,0	1,7
Anteilskapital	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3
<b>Frankreich</b>										
Private Haushalte	3,9	5,9	4,6	4,1	6,1	4,3	4,4	3,9	4,1	3,1
Unternehmen	6,9	8,4	8,8	6,9	7,5	8,8	8,4	9,4	6,8	6,5
Öffentliche Haushalte	4,9	3,5	3,3	4,6	2,9	1,7	4,3	6,8	3,4	5,0
Zusammen	15,7	17,8	16,6	15,5	16,5	14,8	17,1	20,1	14,3	14,6
darunter: Schuldverschreibungen	3,4	1,1	1,3	2,1	1,5	1,5	2,7	4,4	3,9	4,2
Anteilskapital	1,1	1,2	1,0	1,2	1,1	1,7	1,7	1,2	1,3	1,8
<b>Großbritannien</b>										
Private Haushalte	3,1	3,6	4,0	4,6	5,4	4,5	5,7	6,9	6,7	6,7 <sup>1</sup>
Unternehmen	3,2	3,2	3,8	2,3	4,4	4,6	3,9	3,0	2,3	2,1 <sup>1</sup>
Öffentlicher Sektor	9,5	7,1	10,7	3,8	7,2	5,9	4,5	3,4	3,6	4,0 <sup>1</sup>
Zusammen	15,8	13,9	18,6	10,8	17,1	15,0	14,0	13,3	12,6	12,8 <sup>1</sup>
darunter: Schuldverschreibungen	6,1	5,0	6,7	4,2	6,0	4,4	3,7	2,3	4,2	2,9 <sup>1</sup>
Anteilskapital	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,6	0,3 <sup>1</sup>
<b>Italien</b>										
Private Haushalte	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,4	0,9	0,8	0,8	.
Unternehmen	11,5	13,5	8,5	9,7	10,0	10,6	11,6	8,2	9,8	.
Öffentlicher Sektor	14,7	11,2	10,2	15,2	11,8	11,1	13,4	16,3	17,0	16,6
Zusammen	27,0	25,4	19,6	25,8	22,9	23,1	25,9	25,3	27,6	.
darunter: Schuldverschreibungen	12,8	7,9	11,4	12,0	7,1	7,4	10,6	12,8	15,4	.
Anteilskapital	1,9	1,9	1,6	2,9	1,7	2,0	2,8	2,6	3,8	.
<b>Belgien</b>										
Private Haushalte	9,2	3,9	3,7	3,8	4,1	2,6	0,9	0,7	1,0	5,2 <sup>3</sup>
Unternehmen	6,5	6,5	6,5	5,5	5,6	4,8	5,2	3,2	4,2	.
Öffentliche Haushalte	6,5	8,0	8,0	8,4	9,3	11,5	15,9	16,0	15,0	12,6 <sup>3</sup>
Zusammen	15,8	18,4	18,2	17,7	19,0	18,9	22,0	19,9	20,2	17,8 <sup>3</sup>
darunter: Anleihen	.	6,2	8,0	7,6	6,2	4,0	3,4	4,3	10,5	8,4 <sup>3</sup>
Anteilskapital	.	0,0	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,4	1,1	0,7 <sup>3</sup>
<b>Niederlande</b>										
Private Haushalte und Unternehmen	8,3	8,7	9,3	10,2	8,1	6,8	4,7	4,1	2,8	2,6
Öffentliche Haushalte	3,8	3,8	3,2	2,7	3,3	4,7	7,1	8,6	9,0	8,0
Zusammen	12,1	12,5	12,4	12,9	11,4	11,6	11,8	12,7	11,8	10,6
darunter: Schuldverschreibungen	2,0	1,3	1,0	0,7	0,8	1,7	2,5	4,4	5,4	5,3
Anteilskapital	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
<b>Schweden</b>										
Private Haushalte <sup>2</sup>	.	.	14,7	7,2	7,2	6,1	5,6	6,3	5,7	5,4 <sup>3</sup>
Unternehmen	.	.	.	6,0	5,4	7,3	6,6	6,3	6,5	8,9 <sup>3</sup>
Öffentliche Haushalte	.	.	5,1	8,5	9,8	10,6	12,2	13,7	12,2	9,4
Zusammen	.	.	19,8	21,7	22,4	24,0	24,4	26,4	24,4	23,7
darunter: Anleihen	.	.	5,5	11,5	10,0	8,6	13,4	11,4	10,7	11,3
Anteilskapital	.	.	1,2	1,2	1,0	1,4	1,4	1,8	2,0	2,2

<sup>1</sup> Nur die ersten drei Quartale.

<sup>2</sup> Einschl. Wohnungsbau.

<sup>3</sup> Geschätzt.

die Bruttokreditströme im Jahre 1984 in vielen Ländern konjunkturellen Einflüssen ausgesetzt waren. Bestimmungsgründe für die in der gegenwärtigen Aufschwungsphase beobachtete Kreditexpansion sind die wachsende Zuversicht, die höhere Konsumneigung und eine größere Bereitschaft, die Bilanzsumme auszuweiten oder zugunsten des Sachkapitals Umschichtungen vorzunehmen. Zwar sind auch Vermögensbestandsänderungen in Rechnung zu stellen, doch dürften die im letzten Jahr eingetretenen Veränderungen der sektoralen Salden großenteils eher auf Kreditbewegungen und weniger auf Schwankungen der Geldvermögensbestände beruhen. Infolgedessen lassen sich die Bruttokreditströme zu einem erheblichen Teil durch dieselben Determinanten erklären, die für die Veränderung der sektoralen Finanzierungssalden verantwortlich waren.

*Kreditwachstum.* Im letzten Jahr lag die Kreditausweitung in den USA gemessen am Bruttosozialprodukt erneut nahe ihrem absoluten Höchstwert, da die wirtschaftliche Erholung die Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen erhöhte, die Mittelaufnahme der privaten Haushalte zunahm und die starke Inanspruchnahme der Kreditmärkte durch den Staat unvermindert anhielt. Zwar machte die Kreditaufnahme des Staates in den USA nur 6,3% des Bruttosozialprodukts aus, doch ist dabei zu beachten, daß dieser Wert, der 1981 lediglich 3% betragen hatte, innerhalb einer sehr kurzen Zeit erreicht wurde und der Staat nunmehr einen unverhältnismäßig hohen Anteil der relativ niedrigen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis für sich beansprucht. So ist denn auch das Haushaltsdefizit der USA seit 1982 mit dafür verantwortlich, daß sich die Schulden der nichtfinanziellen Sektoren sprunghaft auf das 1,6fache des Bruttosozialprodukts erhöht haben, nachdem dieser Wert seit Ende des Zweiten Weltkriegs praktisch konstant beim 1,4fachen gelegen hatte – wenn auch statistische Angaben zu anderen Ländern darauf schließen lassen, daß diese Relation nicht überall konstant war. In Japan, Großbritannien, Kanada und Deutschland überwogen in den letzten Jahren die langfristigen Trends oder strukturellen Veränderungen bei der Verschuldungsbereitschaft des Staates und der privaten Haushalte, so daß die Kreditausweitung weiterhin schwächer war als in den siebziger Jahren.

Außerhalb der USA hielt sich die Kreditnachfrage des Unternehmenssektors in Grenzen, wenngleich es in Japan und Deutschland auch Hinweise auf eine allmähliche Belebung der Nachfrage der Unternehmen nach Investitionskrediten gab. Aber selbst in diesen Ländern schlug sich die höhere Kreditaufnahme nicht in der Neuemission von Aktien nieder, da sich die Unternehmen statt dessen hauptsächlich in Form von Anleihen und Bankkrediten verschuldeten.

In der Regel verzeichneten jene Länder, die 1984 wie etwa die USA eine stärkere Kreditausweitung aufwiesen, auch eine Verschlechterung ihrer Zahlungsbilanz, während das Gegenteil für jene Länder wie Japan, Deutschland und die Niederlande galt, in denen sich die Kreditgewährung insgesamt abgeschwächt hat.

*Kreditgewährung der Banken.* Vor dem Hintergrund starker staatlicher Neuverschuldung und hoher langfristiger Zinsen sind Bankkredite jetzt in den meisten Ländern die Hauptquelle der Fremdmittelbeschaffung der Unternehmen. Dieses Kreditaggregat gilt schon seit längerem als Schlüsselvariable oder Indikator für die geldpolitische Orientierung, zu Beginn als autonome Größe, in den letzten Jahren

Veränderung der Bankkredite und der Geldmenge in weiter Abgrenzung<sup>1</sup>

	Jahr	Beiträge zur Zunahme der Geldmenge in weiter Abgrenzung					Zunahme der Geldmenge in weiter Abgrenzung <sup>8</sup>
		Kreditaufnahme des privaten Sektors <sup>2</sup>	Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors <sup>3</sup>	Gesamte inländische Kreditaufnahme bei Banken	Nettoauslandsforderungen <sup>4</sup>	Sonstige Beiträge <sup>5</sup>	
		Prozentpunkte					Prozent
USA .....	1981	3,0	0,4	3,4		9,0	12,4
	1982	3,2	1,0	4,2		5,2	9,4
	1983	3,8	2,4	6,2		4,2	10,4
	1984	6,0	0,0	6,0		4,9	10,9
Kanada .....	1981 <sup>7</sup>	23,9	2,0	25,9	- 2,6	- 7,5	15,8
	1982	0,7	1,1	1,8	1,5	4,6	8,0
	1983	- 5,7	4,1	- 1,6	0,2	4,9	3,4
	1984	9,4	- 2,2	7,2	- 1,5	1,4	7,0
Japan .....	1981	9,5	2,6	12,1	- 0,2	- 0,7	11,1
	1982	8,4	1,3	9,6	- 0,6	- 1,2	7,8
	1983	8,3	0,6	8,9	0,5	- 2,2	7,2
	1984	9,2	1,4	10,6	- 1,3	- 1,5	7,8
Deutschland (BR) .....	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,8	7,1
	1983	11,0	2,5	13,5	0,7	- 8,9	5,3
	1984	10,0	2,0	12,0	1,0	- 8,3	4,7
Frankreich .....	1981	11,7	2,5	14,2	- 2,3	- 1,5	10,4
	1982	15,2	2,2	17,4	- 3,5	- 3,2	10,8
	1983	12,1	3,5	15,6	- 1,8	- 2,6	11,2
	1984	9,0	1,0	10,0	0,0	- 2,3	7,7
Großbritannien .....	1981	16,6	- 0,8	15,8	0,4	- 2,5	13,6
	1982	21,3	- 6,8	14,5	- 2,6	- 2,6	9,3
	1983	14,0	0,9	14,9	- 0,6	- 3,9	10,5
	1984	16,2	- 1,0	15,2	0,9	- 6,0	10,2
Italien .....	1981	4,5	12,5	17,0	0,4	- 1,4	16,0
	1982	3,7	15,5	19,2	- 0,6	- 1,4	17,2
	1983	4,6	11,2	15,8	0,8	- 2,0	14,6
	1984	6,4	10,2	16,6	0,1	- 2,9	13,7
Belgien .....	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	- 2,0	8,1
	1984	1,2	7,8	9,0	- 5,4	0,8	4,4
Niederlande .....	1981	9,7	3,6	13,3	3,6	-10,0	6,8
	1982	4,9	3,8	8,7	3,8	- 5,2	7,3
	1983	5,8	4,6	10,4	2,3	- 1,8	10,8
	1984	6,6	5,1	11,7	5,0	- 7,9	8,8
Schweden .....	1981	4,3	12,3	16,6	1,4	- 4,2	13,8
	1982	6,7	2,8	9,5	1,2	- 2,5	8,2
	1983	6,6	0,6	7,2	2,0	- 1,1	8,1
	1984	6,2	5,1	11,3	- 0,3	- 3,7	7,3
Schweiz <sup>6</sup> .....	1981	9,3	0,4	9,7	1,3	- 8,5	2,5
	1982	3,8	0,0	3,8	0,8	0,0	4,6
	1983	6,5	0,2	6,7	0,7	- 0,5	6,9
	1984	9,4	- 0,1	9,3	1,1	- 5,9	4,5

<sup>1</sup> Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. <sup>2</sup> USA, Kanada und Schweiz: nur Kredite der Geschäftsbanken. <sup>3</sup> USA: nur von Geschäftsbanken gehaltene Papiere des Schatzamts; Frankreich: nur Zentralregierung. <sup>4</sup> Kanada: Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegenüber Gebietsansässigen und Gebietsfremden; Schweiz: nur amtliche Reserven. <sup>5</sup> Einschl. nichtmonetärer Verbindlichkeiten der Banken. <sup>6</sup> Dezember bzw. 4. Quartal gegen Vorjahr; Kanada, Belgien und Niederlande: M2; Frankreich: M2 ohne die entsprechenden Aktiva Gebietsfremder; Japan: M2 plus CDs; USA, Deutschland, Italien, Schweden und Schweiz: M3; Großbritannien: Sterling-M3. <sup>7</sup> Oktober gegen Vorjahr. <sup>8</sup> Die Definition von M3 wurde 1985 revidiert.

jedoch mancherorts auch deshalb, weil es sich dabei um einen Gegenposten zum Geldmengenwachstum handelt. Ihre Entwicklung wurde in nicht unerheblichem Maße durch Deregulierungsmaßnahmen und finanzielle Neuerungen beeinflusst, die



den Wettbewerb zwischen Banken, sonstigen Finanzinstituten und den Finanzmärkten verschärfen. Deshalb schlagen sich in der Kreditgewährung der Banken sowohl Angebotsfaktoren als auch Nachfrageeinflüsse nieder.

Die Zunahme der inländischen Kreditaufnahme bei Banken im Jahre 1984 vermittelte der Geldmenge in weiter Abgrenzung in Kanada, Japan, Italien, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz und Großbritannien kräftigere Wachstumsimpulse als in den Jahren davor. Lediglich in Frankreich und Belgien kam es zu einem deutlich geringeren Beitrag der Bankkredite zur monetären Expansion.

In Japan, Kanada, der Schweiz, Italien und Großbritannien verstärkte sich die private Nachfrage nach Bankkrediten erheblich. In Italien trat allein schon durch die Aufhebung der Kreditbeschränkungen im Aktivgeschäft der Banken eine Belebung des Wettbewerbs ein. Der anschließende Kreditboom führte ab Juli zu einer neuen Beschränkung der Kreditaufnahme im Ausland. In den meisten anderen europäischen Ländern blieb die private Nachfrage nach Bankkrediten schwach. In Schweden, wo der öffentliche Sektor wiederholt das Bankensystem in Anspruch nahm, wurde aus Furcht vor einer übermäßigen Geldschöpfung der Verschuldungsspielraum des privaten Sektors eingeschränkt. In anderen Ländern wie Belgien beschafften sich hingegen die Unternehmen die benötigten Mittel verstärkt über die Begebung von Anleihen und Anteilskapital.

In Belgien und Frankreich war der wichtigste Bestimmungsgrund für die spürbare Abnahme des Beitrags der Bankausleihungen zum Geldmengenwachstum die schwächere Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor, der sich dafür verstärkt direkt an den Finanzmärkten verschuldete. Trotz des hohen staatlichen Finanzierungsbedarfs in den USA, Kanada und Japan nahm der öffentliche Sektor dort netto nur wenig oder gar keine Kredite bei den Banken auf. In den Niederlanden nahm der Staat die Banken vermehrt über den Absatz von Wertpapieren in Anspruch, so daß sich der Anteil der langfristigen Finanzierung des Defizits durch die Banken erhöhte und Bedenken aufkamen, ob dadurch nicht das künftige Kreditpotential eingeengt werde. In Schweden plazierte die öffentlichen Haushalte erheblich mehr Wertpapiere bei den Banken als in den beiden Vorjahren, wobei freilich die Zentralbank selbst der wichtigste Gegenpart war. Dieser Tendenz wurde durch liquiditätseinengende Maßnahmen, die die Banken und den Unternehmenssektor berührten, teilweise gegengesteuert.

In den USA blieb der Beitrag der inländischen Kreditgewährung der Banken zum Geldangebot gleich, da sich die Veränderungen der privaten und der staatlichen Nachfrage nach Bankkrediten die Waage hielten. Lebhaft war das Kreditgeschäft der Banken mit der Firmenkundschaft, die für Investitionen, Unternehmenszusammenschlüsse und „buy-outs“ (d.h. Kauf eines Unternehmens durch das eigene Management) Finanzierungsmittel benötigte. Die Bankausleihungen an den öffentlichen Sektor hatten geringe Bedeutung, da die Banken auf die private Kreditnachfrage mit einer starken Einschränkung des Erwerbs staatlicher Wertpapiere reagierten.

### Veränderungen hinsichtlich Größe und Zusammensetzung der Portfoliovermögen der einzelnen Sektoren

Anlageentscheidungen orientieren sich – neben Veränderungen von Forderungen und Verpflichtungen – auch am *Bestand* dieser Größen, deren Marktwert Schwankungen unterliegt. Dies ist so, weil der Bestand an Forderungen und Verpflichtungen die maßgebliche Größe für das langfristige Einkommen und die Existenz des betreffenden Haushalts oder des Unternehmens ist. Eine Analyse der Portfolioanlagen gibt auch Aufschluß über die Liquiditätslage der einzelnen Sektoren, die Struktur der Finanzintermediation und darüber, inwieweit die sektorale Finanzierung den Umfang und die Zusammensetzung des Portfoliovermögens beeinflusst hat. Zeitreihen über die Portfolioanlagen des privaten Sektors für die Jahre ab 1966 gibt es für Großbritannien, die USA, Deutschland und Japan, wobei die Bestände an fungiblen Vermögengstiteln zum Marktpreis geschätzt wurden. Aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen und Vermögensbewertungen sowie Veränderungen im Charakter der Aktiva lassen sich daraus hauptsächlich nur qualitative Schlußfolgerungen ziehen.

*Geldvermögen in Relation zum Bruttosozialprodukt.* Das Geldvermögen der privaten Haushalte (wie in der folgenden Tabelle definiert) hat sich in Großbritannien und den USA gemessen am Bruttosozialprodukt anders entwickelt als in Japan und Deutschland. In den erstgenannten Ländern verringerte sich das Geldvermögen in Relation zum Sozialprodukt ab Mitte der sechziger Jahre tendenziell, und erst in jüngster Zeit hat es sich wieder erhöht. Demgegenüber verzeichneten die zuletzt genannten Länder einen mehr oder weniger kontinuierlichen Anstieg dieser Relation. Zum Teil erklärt sich dies aus dem größeren Anteil der Aktien und langfristigen festverzinslichen Wertpapiere an den gesamten Portefeuilles in Großbritannien und den USA. Die Wirtschaftskrise Mitte der siebziger Jahre ließ den Marktwert dieser Aktiva stark zurückgehen. Der daraus resultierende Wertverlust des Geldvermögens der privaten Haushalte konnte trotz der in den letzten Jahren kräftig gestiegenen Aktienkurse und anhaltender Finanzierungsüberschüsse nicht völlig ausgeglichen werden. Überdies gibt es Hinweise darauf, daß die privaten Haushalte während dieser Zeit Umschichtungen in Sachwerte vornahmen.

Im Gegensatz hierzu ist das Finanzsystem in Deutschland und Japan „bankorientiert“, so daß die Vermögensanlagen tendenziell mehr monetären Charakter haben. Deshalb wird die Relation Geldvermögen/Bruttosozialprodukt zwar von einer inflationsbedingten Aufzehrung des Realwerts solcher Aktiva berührt, Schwankungen des Marktwertes aber spielen kaum eine Rolle. In Japan ist eine vergleichsweise hohe Wachstumsrate der Geldvermögensbildung erkennbar, während die privaten Haushalte in Deutschland (einschließlich Wohnungswirtschaft) ein atypisch *niedriges* Nettogeldvermögen aufweisen, doch rührt dies teilweise aus der überwiegend nicht im Wege der Kapitalansammlung vorgenommenen Altersversorgung und dem relativ niedrigen Aktienvermögen. Was die finanziellen Verpflichtungen der privaten Haushalte angeht, so stellt sich die Lage in allen Ländern mit einem auf 50–60% des Bruttosozialprodukts gestiegenen Wert überraschend ähnlich dar. Diese gleichgerichtete Entwicklung relativiert den Eindruck stark differierender Präferenzen bezüglich finanzieller Forderungen wie Verpflichtungen und

# Finanzielle Forderungen und Verpflichtungen der privaten Haushalte und der Unternehmen<sup>1</sup>

	Jahr	Private Haushalte <sup>2</sup>			Unternehmen <sup>3</sup>		
		Finanzielle Forderungen	Finanzielle Verpflichtungen	Nettogeldvermögen	Finanzielle Forderungen <sup>4</sup>	Finanzielle Verpflichtungen <sup>4</sup>	Finanzielle Verpflichtungen <sup>5</sup> (ohne Aktienumlauf)
		in Prozent des Bruttosozialprodukts; Stand am Jahresende					
USA .....	1966	1,94	0,51	1,43	0,18	1,27	0,36
	1970	1,95	0,51	1,44	0,18	1,30	0,38
	1975	1,66	0,52	1,14	0,20	0,96	0,38
	1980	1,72	0,59	1,14	0,20	1,00	0,38
	1983	1,83	0,60	1,24	0,20	1,04	0,39
	1984	1,75	0,58	1,17	0,20	0,95	0,38
Großbritannien .....	1966	1,91	0,39	1,52	0,39	1,05	0,42
	1970	1,83	0,39	1,44	0,40	1,15	0,48
	1975	1,33	0,39	0,94	0,38	0,86	0,47
	1980	1,28	0,39	0,89	0,33	0,74	0,39
	1983	1,56	0,49	1,07	0,42	0,88	0,41
	1984 <sup>6</sup>	1,61	0,51	1,10	0,43	0,89	0,41
Deutschland (BR) .....	1966	0,66	0,36	0,30	0,29	0,75	0,53
	1970	0,77	0,38	0,39	0,34	0,81	0,58
	1975	0,92	0,42	0,50	0,37	0,84	0,63
	1980	1,00	0,50	0,50	0,37	0,79	0,63
	1983	1,13	0,56	0,57	0,45	0,89	0,68
	1984	1,15	0,57	0,58	0,46	0,88	0,68
Japan .....	1966	0,98	0,36	0,62	0,48	1,17	0,89
	1970	0,99	0,38	0,61	0,43	1,09	0,85
	1975	1,21	0,46	0,75	0,54	1,25	0,93
	1980	1,47	0,54	0,93	0,53	1,16	0,87
	1983	1,74	0,60	1,14	0,63	1,36	0,94
	1984 <sup>6</sup>	1,75	0,61	1,14	0,66	1,36	0,93

<sup>1</sup> In dieser Tabelle und den folgenden Grafiken sind die Aktien und festverzinslichen Wertpapiere zum Marktwert erfaßt, außer die festverzinslichen Wertpapiere in den USA und Japan, die zum Buchwert angesetzt wurden. <sup>2</sup> Deutschland: einschl. der Wohnungswirtschaft, deren Forderungen zu rund 20% dem Unternehmenssektor zuzurechnen sind; Großbritannien und Japan: einschl. Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit. <sup>3</sup> USA und Japan: nichtfinanzielle Unternehmen mit eigener Rechtspersönlichkeit; Großbritannien: Industrie- und Handelsunternehmen; Deutschland: Unternehmen ohne Wohnungswirtschaft. <sup>4</sup> Ohne Forderungen und Verpflichtungen aus Lieferantenkrediten. Für die USA enthalten die Verpflichtungen auch solche aus umlaufenden Aktien von Kreditinstituten und anderen finanziellen Unternehmen. <sup>5</sup> Stand Ende Juni. <sup>6</sup> Stand Ende September.

unterschiedlicher Kreditbeschränkungen, der häufig auf dem jüngsten Wachstum der Passiva im Verhältnis zum Sozialprodukt beruht. Vor allem in Großbritannien sind in den Jahren 1980–84 die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte bezogen auf das Sozialprodukt beispiellos gestiegen, wenn auch diese Relation noch hinter der in den USA zurückbleibt. Hierin spiegelt sich wider, daß die Kreditrationierung aufgehoben worden ist, indem Restriktionen bezüglich der Ausweitung der Bankbilanzen und der Aufnahme von Konsumentenkrediten beseitigt worden sind.

Was das Geldvermögen des Unternehmenssektors anbelangt, so ist in Großbritannien und den USA die Entwicklung der Bruttoverpflichtungen in starkem Maße durch Wertveränderungen von Aktien beeinflusst worden. In Deutschland und Japan hat dies nicht solch eine Rolle gespielt – wohl deshalb, weil die Unternehmen in diesen Ländern ihren Mittelbedarf traditionsgemäß vorwiegend bei den Banken decken, der Aktienmarkt sehr eng und damit auch die Eigenkapitalbasis sehr schmal ist. Man kann argumentieren, daß der Anreiz zu Anlageinvestitionen mit in Relation zu den Kosten für die Erhaltung des Kapitalstocks steigendem Wert des Eigenkapitals zunimmt. Der jüngste Anstieg der Aktienkurse könnte deshalb die Investitionsbereitschaft der Unternehmen, namentlich in den USA, erhöht haben. Ohne

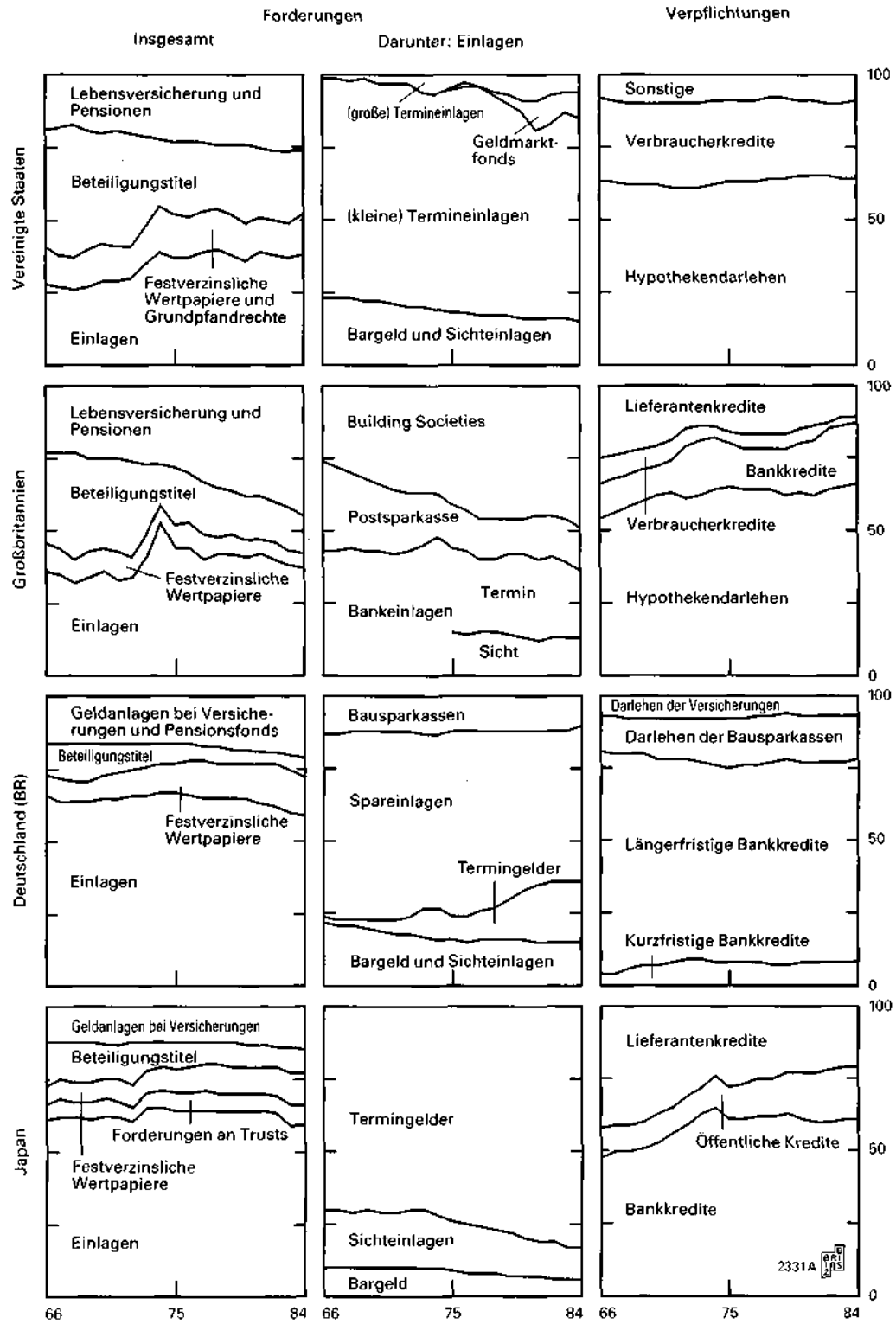
den Aktienumlauf gerechnet haben die Firmen ihre Verschuldung im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt tendenziell ausgeweitet (eine Ausnahme bildet hier Großbritannien). Hierin könnte sich die Expansion der Kreditmärkte während dieser Zeit widerspiegeln. Aber auch die Bruttoforderungen haben in der Tendenz zugenommen, so daß die Nettofinanzierungsposition (ohne Aktien) praktisch konstant geblieben ist. Das Verhältnis zwischen den Bruttoverpflichtungen einschließlich und ausschließlich Aktien läßt eine Abnahme der Eigenkapitalquoten erkennen, die für viele Länder charakteristisch war. Eine Rückkehr zu früheren Kapitalrelationen ist namentlich in Deutschland, Belgien und den Niederlanden zu einem wichtigen wirtschaftspolitischen Anliegen geworden.

*Veränderungen in der Zusammensetzung der Portfoliovermögen.* Die Zusammensetzung der Portefeuilles der privaten Haushalte spiegelt deutliche Unterschiede der jeweiligen Finanzsysteme wider. Die Struktur der Portefeuilles ist aus der Grafik auf S. 56 zu ersehen, in der für das Jahr 1984 zum Teil Schätzwerte verwendet wurden (für Deutschland sind keine vergleichbaren Zahlen über Lieferantenkredite verfügbar). In den USA und Großbritannien ist der Anteil der Aktien ungewöhnlich groß. Allerdings ist die direkte Beteiligung an Kapitalgesellschaften seit Mitte der sechziger Jahre zurückgegangen, während die Anteile der Einlagen und der über Lebensversicherungen und Pensionsfonds indirekt gehaltenen Aktiva gewachsen sind. Grundsätzlich wird der Anteil der einzelnen Finanzanlagen, sofern der Anleger die Zusammensetzung seines Portefeuilles frei und ohne Kosten bestimmen kann, vom Risiko und dem erwarteten Ertrag abhängen, wenngleich demographische, rechtliche und steuerliche Faktoren ebenfalls von Bedeutung sind.

So führten die größeren Schwankungen und der Rückgang der Aktienkurse Mitte der siebziger Jahre dazu, daß sich die Anleger stärker der mit Anteilskapital verbundenen Risiken – auch hinsichtlich der zu erwartenden Rendite – bewußt wurden. Infolgedessen wechselten die privaten Haushalte vermehrt zu indirekten Beteiligungen am Anteilskapital – durch Lebensversicherungen, Pensionsfonds und Investmentgesellschaften – über. Mit solchen Anlagen waren eine Streuung des Risikos und steuerliche Vorteile verbunden, was die Ertragserwartungen steigen ließ. Darüber hinaus hatte das Wachstum der Pensionsfonds auch demographische Gründe. Aus ähnlichen Ursachen nahm der Anteil der Industrie- und Staatsanleihen ab. Die Zunahme des Anteils der Einlagen wurde ebenfalls durch das (trotz Inflation) relativ geringere Risiko solcher Anlagen und – als Folge finanzieller Innovation und Deregulation – höhere Zinserträge begünstigt. Nimmt der Anteil der Einlagen am gesamten Geldvermögen zu, so verbessert sich die Liquiditätslage – eine Entwicklung, die möglicherweise auch auf die unsicherere Wirtschaftslage zurückzuführen war und den Liquiditätsverlust ausgleichen half, der hinsichtlich des Gesamtvermögens durch den vermehrten Erwerb von Sachwerten in einem von Inflation geprägten Klima und durch den wachsenden Anteil des indirekt über Investmentgesellschaften gehaltenen Vermögens entstanden war.

In Japan und Deutschland hatten Portfolioverlagerungen zwischen weitgefaßten Formen der Geldanlage nur relativ geringe Bedeutung. Einlagen blieben die dominierende Anlageform, wenn sie auch in jüngerer Zeit eine leicht rückläufige Tendenz aufwiesen. Einen Anstieg verzeichneten die Anlagen bei Versicherungen

# Zusammensetzung des Geldvermögens der privaten Haushalte



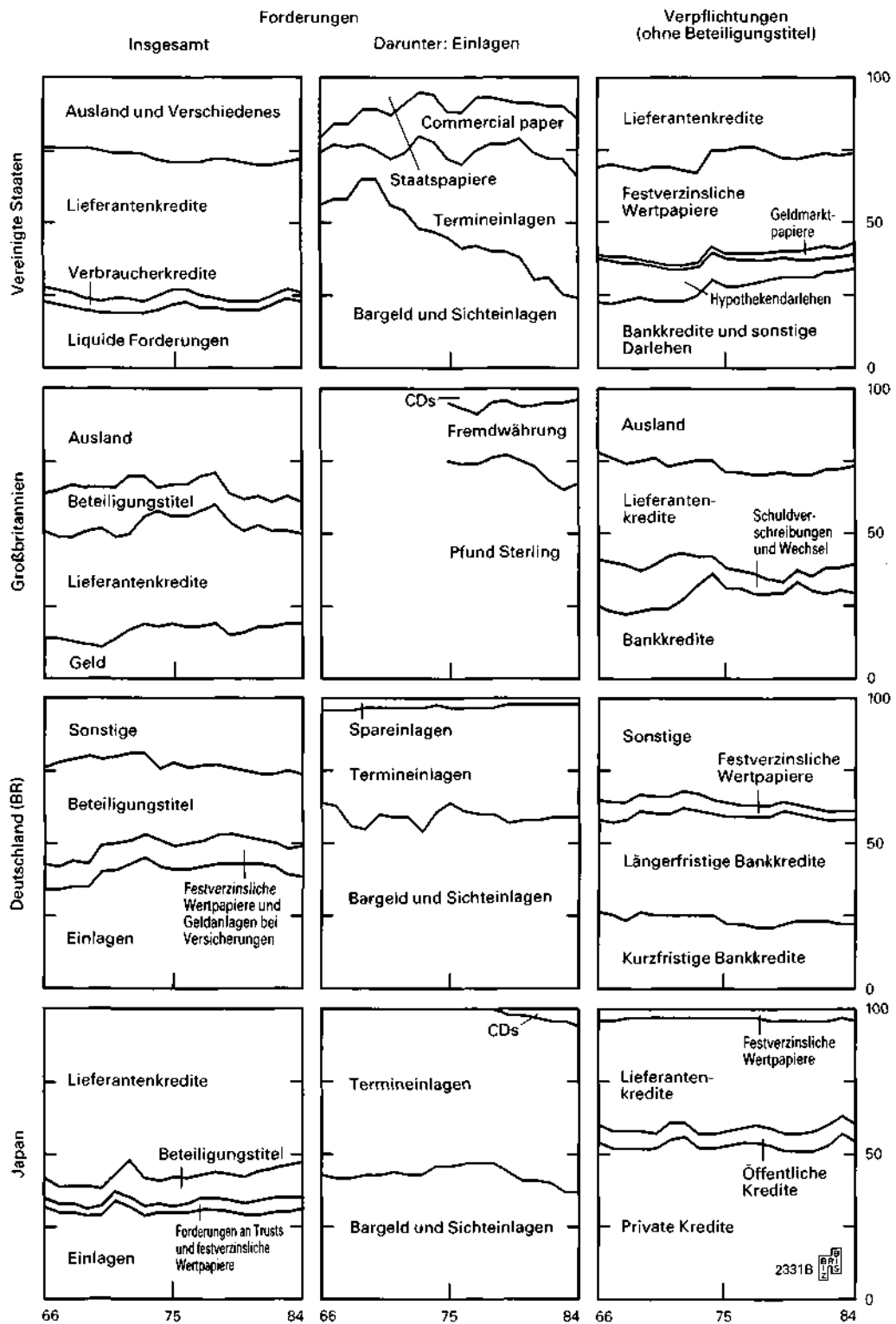
und in Anleihen, in Japan auch der Erwerb von Aktien (einschließlich Wertpapierfonds). In Japan stehen diese Umschichtungen mit der Ausweitung der Begebung von Staatstiteln und der Schaffung neuer Anlageformen – wie beispielsweise der „WIDE“-Konten zum Halten von Bankschuldverschreibungen – in Zusammenhang, doch macht die Grafik deutlich, daß sich die finanziellen Neuerungen bisher noch nicht wesentlich auf die Zusammensetzung des Finanzvermögens der privaten Haushalte ausgewirkt haben.

Das Zusammenwirken dieser Faktoren zeigt sich auch in der Entwicklung der Einlagen der privaten Haushalte. Allgemein gab es eine strukturelle Umschichtung von Sicht- zu Termin- und Spareinlagen sowie von traditionellen und/oder regulierten Termineinlagen zu solchen mit marktnaher Verzinsung. So war in den USA eine Zunahme der Termineinlagen und in jüngster Zeit vor allem der Einlagen auf Geldmarktkonten bei Banken sowie von Geldmarktinvestmentanteilen, die nicht von Banken, sondern anderen Finanzinstituten verwaltet werden, zu beobachten. Letztere, die erst gegen Ende der siebziger Jahre geschaffen worden sind, machten am Jahresende 1982 rund 10% der Geldmenge M2 aus, doch hat sich ihr Wachstum in jüngster Zeit durch die seit 1982 zu beobachtende rasche Ausweitung der Einlagen auf Geldmarktkonten bei Banken abgeschwächt, die sich Ende 1984 auf über 17% der Geldmenge M2 beliefen.

Eine ähnliche, wenngleich nachhaltigere Veränderung gab es in Großbritannien, wo im selben Zeitraum die Bausparkassen – hauptsächlich aufgrund von Steuervorteilen, verstärkter finanzieller Innovation und einer hohen Nachfrage nach Hypothekendarlehen – ihren Anteil von 25 auf 50% der Einlagen insgesamt erhöhen konnten. In Deutschland fand demgegenüber die Verlagerung hin zu Termineinlagen in erster Linie *innerhalb* des Bankensektors statt, was auf das dortige Universalbanksystem zurückzuführen ist. Umschichtungen der geschilderten Art können sich somit unterschiedlich auf das Mittelaufkommen bei den einzelnen Finanzierungsinstituten und damit auch auf den Wettbewerb an den Finanzmärkten auswirken. Dasselbe gilt für Japan, wo Private sich höherverzinslichen (wenn auch noch immer regulierten) speziellen Termineinlagen bei ihren Banken zugewandt haben. Freilich hat sich die wachsende Bedeutung der Postsparkonten in Zusammenhang mit den steuerlichen Vorteilen bei Termineinlagen dahingehend ausgewirkt, daß es zwischen den Institutionen seit längerem zu erheblichen Verlagerungen von Finanzmitteln gekommen ist.

Der Bestand an Verpflichtungen der privaten Haushalte weist in den USA und in Deutschland verhältnismäßig konstante Anteile der lang- und kurzfristigen wie der sonstigen Verbindlichkeiten auf. In den USA haben die erkennbaren Verbraucherkredite eine größere Bedeutung, was mit der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen, der vergleichsweise geringen Kreditrationierung (wenngleich es früher gelegentlich „Kreditverknappungserscheinungen“ gegeben hat) sowie den niedrigen Sparquoten zusammenhängt. In Großbritannien und Japan, wo die Kreditrationierung an Bedeutung verloren hat, zeigen sich größere Verlagerungen von den nichtorganisierten Kreditmärkten (z. B. Lieferantenkredite) hin zu den organisierten und vermittelnden Märkten. In Großbritannien haben steuerbegünstigte Darlehen (Hypotheken) im Vergleich zu teureren Finanzierungsformen (Konsumentenkrediten) zugenommen.

# Zusammensetzung des Geldvermögens nichtfinanzieller Unternehmen



Von den nichtfinanziellen Unternehmen erwartet man, daß sie bei ihren Geldanlagen differenzierter als die privaten Haushalte vorgehen, da sie weniger konservativ in ihrem Anlageverhalten sind und auch geringere Transaktionskosten haben. Im großen und ganzen bestätigt die Grafik, daß Portefeuilleumschichtungen schneller vorgenommen werden und die Bestände größere Schwankungen aufweisen. Bei den Forderungen sind mehrere gemeinsame Tendenzen festzustellen. In Großbritannien und den USA haben die Unternehmen mit der Zeit den Anteil der Auslandsaktiva (einschließlich Direktinvestitionen) erhöht, wobei diese Quote in Großbritannien in den Jahren 1979–81 nach Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen stark stieg. Angesichts des unsicheren wirtschaftlichen Klimas hat der Liquiditätsgrad der Geldvermögen der Unternehmen tendenziell ebenfalls zugenommen. Japan bildet hier eine Ausnahme; möglicherweise haben hier die seit 1977 stabilen Zinsen die Notwendigkeit verringert, Risiken zu vermeiden. Die Trends hinsichtlich der Zusammensetzung der liquiden Forderungen zeigen für die USA eine starke Verlagerung weg von Sichteinlagen hin zu inzwischen recht liquide gewordenen Termineinlagen und Commercial paper, was zu höheren Zinserträgen geführt hat, ohne daß die Liquidität merklich abgenommen hätte.

In Deutschland, wo das Universalbanksystem vorherrschend ist und finanzielle Innovationen kein Problem darstellten, ist der Anteil der Einlagen vergleichsweise stabil geblieben, wenn es auch in letzter Zeit zu Mittelverlagerungen hin zu den Termineinlagen gekommen ist. Auch in Japan haben sich die Veränderungen bislang in engen Grenzen gehalten. Der japanische Markt für Einlagenzertifikate expandiert zwar schnell, hat aber nach wie vor nur einen Anteil von 5% an den gesamten Einlagen der Unternehmen.

Die jüngste konjunkturelle Erholung hat dazu geführt, daß sich in den USA und Großbritannien die Abnahme des Anteils der Beteiligungstitel an den Verpflichtungen der Unternehmen teilweise wieder ausgeglichen worden ist. Ursächlich hierfür waren der Anstieg der Aktienkurse und, damit in Zusammenhang stehend, die Zunahme der Neuemission von Aktien. In den USA hatte jedoch ein hohes Volumen sogenannter „leveraged buy-outs“ im vergangenen Jahr zur Folge, daß in beträchtlichem Umfang Anteilkapital durch Verbindlichkeiten substituiert wurde. Der Trend bei den Verbindlichkeiten ohne Beteiligungscharakter ging – vor allem seit 1976 – hin zur Kreditaufnahme bei Banken und weg von der Anleihefinanzierung. Hohe und stark schwankende Zinsen bewogen die Unternehmen, vermehrt kurzfristige oder variabel verzinsliche Bankkredite aufzunehmen. In jüngster Zeit war allerdings eine Tendenz zurück zum Anleihemarkt insbesondere in Japan festzustellen, wo die Banken teilweise auch auf Anleihebegebungen zur Finanzierung ihrer Kreditvergabe an Unternehmen angewiesen sind. Ungeachtet dieser Veränderungen bleibt der Anteil der Anleihen an den gesamten Verbindlichkeiten ein Indikator für den Umfang der Marktaktivität. In Deutschland und Japan beläuft sich der Anteil der langfristigen Unternehmensschuldverschreibungen an den gesamten Verbindlichkeiten der Unternehmen auf weniger als 5%, während diese Quote in den USA nach wie vor bei nicht weniger als 25% liegt. Eine andere Entwicklung in Großbritannien und den USA ist die Zunahme der Begebung kurzfristiger Schuldtitel in Konkurrenz zu Bankausleihungen. Wenn hierin einerseits eine Verfeinerung des Marktinstrumentariums zu sehen ist, so ist andererseits anzumerken, daß die rasche



Expansion des Marktes für Handelswechsel in Großbritannien möglicherweise durch staatliche Geldmarktoperationen in Zusammenhang mit einem „overfunding“ am Markt für Staatstitel gefördert wurde.

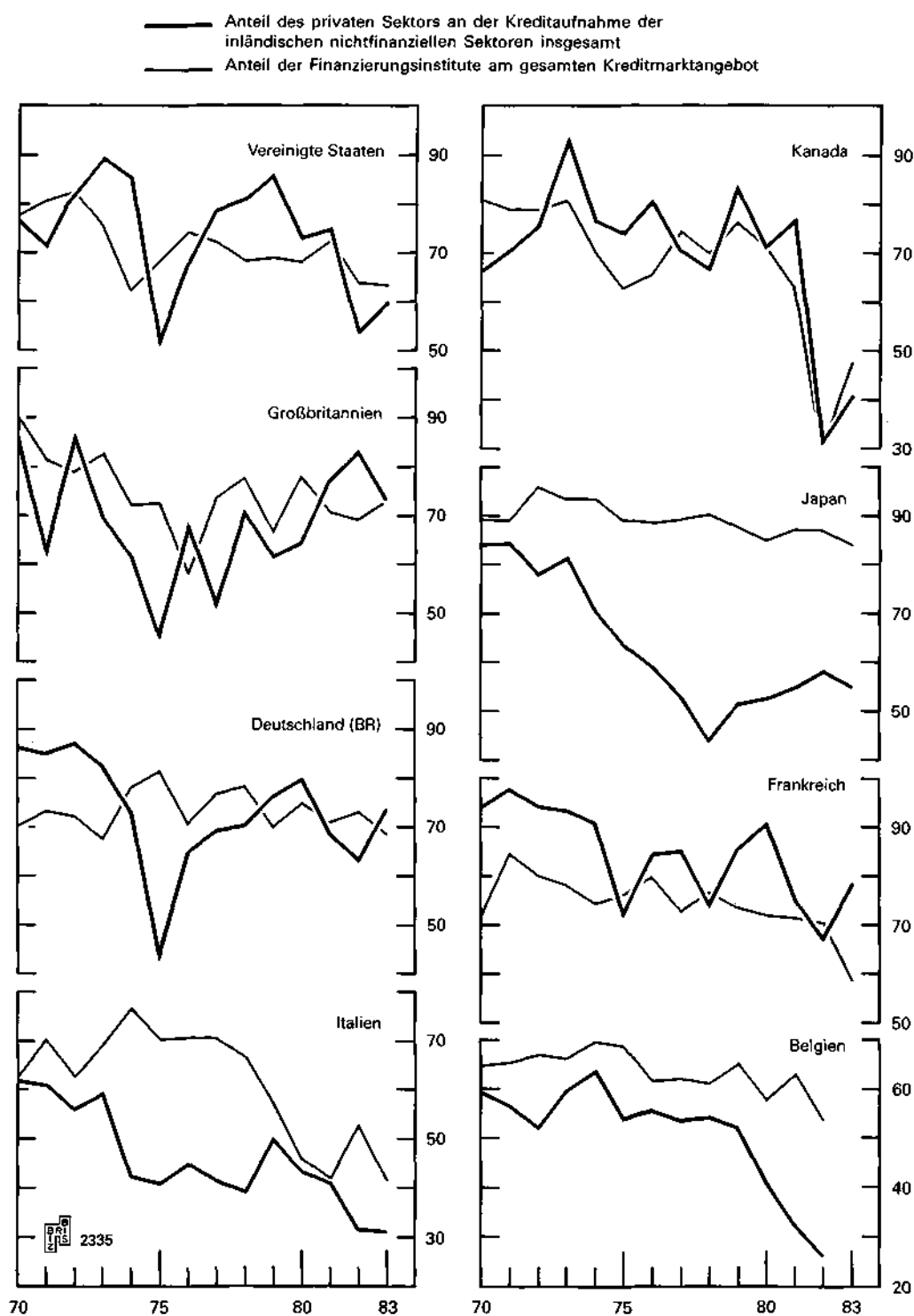
### **Veränderte Kreditbeziehungen: Wettbewerb und Innovation**

Konjunkturelle und strukturelle Faktoren haben in den letzten Jahren zu Veränderungen in den Kreditbeziehungen und der Art der Finanzintermediation geführt. Sie beeinflussten die Nachfrage und das Angebot an Finanzmitteln sowie die Fähigkeit der miteinander konkurrierenden Banken, anderer Finanzierungsinstitute und Finanzmärkte, Geldmittel vom ursprünglichen Geldgeber zum Endkreditnehmer zu leiten. Diese Veränderungen sind wichtig für die Effizienz der Ressourcenallokation sowie die Stabilität des Finanzsystems, und sie haben auch Auswirkungen auf die Geldpolitik. Bevor auf diese Punkte eingegangen wird, werden in diesem Abschnitt die finanziellen Veränderungen zunächst im Lichte von weiter zurückreichenden Ereignissen unter drei Gesichtspunkten erörtert: erstens die Zunahme direkter Kredittransaktionen, zweitens die Reaktion der Finanzierungsinstitute auf diese Herausforderung und drittens das Verfließen der Grenzen zwischen den verschiedenen Institutionen, Instrumenten und Arten der Finanzintermediation.

*Die Zunahme direkter (nicht über die Finanzierungsinstitute laufender) Kredittransaktionen.* In der nebenstehenden Grafik wird zum einen der Anteil des privaten – und damit indirekt auch der des öffentlichen – Sektors an der Mittelbeschaffung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren ausgewiesen, und zum anderen wird dargestellt, welchen Anteil inländische Finanzintermediäre an den insgesamt von den Kreditmärkten (für die inländischen und ausländischen nichtfinanziellen Sektoren und, bis zu einem gewissen Grad, für andere Finanzierungsinstitute) bereitgestellten Finanzierungsmitteln haben. Wenn auch beide Reihen eine etwas unterschiedliche Basis haben, so vermitteln sie gleichwohl Einsichten über die strukturellen und konjunkturellen Zusammenhänge zwischen der Zusammensetzung der Kreditnachfrage und dem Ausmaß finanzieller Intermediation. Ganz generell gesprochen deutet die Grafik darauf hin, daß – über den ganzen Zeitraum gesehen – die direkten Kreditbeziehungen in einigen Ländern gemessen an den Kredittransaktionen insgesamt tendenziell zugenommen haben.

Die oben erörterte Zunahme der staatlichen Kreditnachfrage hat in der Tendenz die Bedeutung direkter Kredittransaktionen erhöht. Der Staat kann die Anleihemärkte leichter in Anspruch nehmen als andere Schuldner, da seine Kreditwürdigkeit vergleichsweise problemlos einzuschätzen ist. Hinzu kam, daß Sorgen um die Preisstabilität die Regierungen darin bestärkt haben, eine hohe öffentliche Mittelbeschaffung bei Banken möglichst zu vermeiden oder zumindest sicherzustellen, daß eine auf diesem Wege durchgeführte Finanzierung nicht zu einer übermäßigen Geldschöpfung führt. In den meisten Ländern der Zehnergruppe ist die Deckung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs durch Banken seit 1980, wenn nicht bereits früher, tendenziell zurückgegangen (s. auch die Tabelle auf S. 51). Die staatlichen Instanzen in Großbritannien haben sogar mehr Staatspapiere verkauft, als zur Deckung des tatsächlichen öffentlichen Finanzierungsbedarfs notwendig gewesen wäre (sog. overfunding).

# Veränderte Grundmuster von Mittelbeschaffung und Finanzintermediation



Quelle: OECD, Financial Accounts of OECD Countries.

Selbst dort, wo die Staatsdefizite über die Kreditinstitute finanziert wurden, förderte man vielfach die Expansion der Sekundärmärkte, so daß die Möglichkeiten für direkte Kredittransaktionen zunahmen. In Italien wurden die direkten Wertpapierverkäufe an das Publikum stark erhöht, nachdem erst einmal aktive Märkte entstanden waren. In Japan haben die Banken weiterhin Staatstitel in ihr Portefeuille genommen. Es wurde ihnen jedoch zunehmend die Möglichkeit eingeräumt, diese Titel auf Sekundärmärkten zu verkaufen, was dazu beiträgt, daß sich allmählich ein Marktstandard für die Konditionen privater wie öffentlicher Neuemissionen herausbildet. In Schweden wurde in den letzten Jahren eine Reihe von Portefeuillevorschriften hauptsächlich zu dem Zweck abgeändert, die Finanzierung des öffentlichen Defizits zu erleichtern. Zuvor waren die Finanzierungsinstitute verpflichtet gewesen, in einem gewissen Umfang bestimmte Wertpapiere zu kaufen und in ihren Portefeuilles zu halten. Seit 1984 sind die hiervon betroffenen Institutionen (das nationale Renteninstitut und die großen Versicherungsgesellschaften) nunmehr berechtigt, nach dem obligatorischen Erwerb der Titel vom Erstemittenten diese nach freiem Ermessen am Sekundärmarkt zu verkaufen.

Darüber hinaus hat der Staat in einigen Ländern zum Wachstum der direkten Kreditaufnahme dadurch beigetragen, daß neue Verschuldungsinstrumente geschaffen wurden. In einigen Ländern, so in Frankreich, Italien und Schweden, zeigten sich die öffentlichen Stellen in der Tat recht innovativ. In Frankreich wurden staatliche Schuldverschreibungen mit Wandelrecht, Optionsscheinen und anderen Ausstattungsmerkmalen angeboten, die dem Käufer mehrere Alternativen einräumten. Alles in allem ermöglichen diese Varianten es dem Kapitalgeber, einige der finanziellen Risiken herkömmlicher festverzinslicher Papiere zu vermeiden. In Italien ging die Regierung als erste mit variabel verzinslichen kurzfristigen Schuldverschreibungen an den Markt, dem dann die Finanzierungsinstitute bald nachfolgten. Ähnlich hat in Schweden die Regierung neue mittel- und kurzfristige Schuldtitel eingeführt, die für inländische Nichtbankleger bestimmt sind.

Kreditplafonds, Mindestreserveverfordernisse und Zinsbeschränkungen haben den direkten Kredittransaktionen in jüngster Zeit keine größeren Wachstumsimpulse vermittelt, während dies früher tendenziell der Fall war. Solche Kontrollen wurden weniger angewandt als in der Vergangenheit oder in einem weiteren Rahmen vorgenommen, um einer Umgehung entgegenzuwirken. In Italien wurden die Kreditobergrenzen 1983 aufgehoben, und zu einem ähnlichen Schritt kam es 1984 in Frankreich. Dort wurde gleichzeitig ein progressives Reservesoll auf Bankforderungen eingeführt, die nicht durch Anleihen oder Eigenkapital unterlegt sind. Diese Maßnahme trägt, ähnlich wie die früher in Frankreich verwendeten Kreditplafonds, zu einer vermehrten Inanspruchnahme des Kapitalmarkts sowohl durch Endkreditnehmer als auch Banken bei.

Der direkte Zugang zu Finanzmitteln wurde in den letzten Jahren durch die Lockerung administrativer Kontrollen in bezug auf Finanzierungsinstrumente und Finanzmärkte erleichtert. In Großbritannien, den USA, Japan, Deutschland, Frankreich und der Schweiz wurden im Laufe des letzten Jahres Änderungen bei den Reglementierungen, Steuern und althergebrachten Usancen zur Erhöhung des Wettbewerbs am Markt bereits verwirklicht oder doch erörtert. So wirkte sich beispiels-

weise in Frankreich, Deutschland, Japan und den USA die Abschaffung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte ausländischer Anleiheinhaber stimulierend auf das Wachstum des Marktes aus. In Großbritannien wurde 1984 die Stempelsteuer für Finanzmarkttransaktionen halbiert, und die Beseitigung der Mindestprovision für Auslandsgeschäfte in Aktien deutet auf weitere baldige Änderungen hin, die den Finanzmärkten Auftrieb geben werden. In Deutschland sind die Regeln bezüglich der Begebung von DM-Auslandsanleihen ab Mai dieses Jahres geändert worden. Nunmehr kann jede Bank, die eine Niederlassung in Deutschland hat, solche Titel an den Markt bringen, wenn bestimmte Mindestlaufzeiten eingehalten werden und – falls es sich um ein ausländisches Kreditinstitut handelt – deutschen Banken in dem Heimatland des jeweiligen Instituts das gleiche Recht eingeräumt wird. Zuvor waren in ausländischem Besitz befindliche Banken, selbst wenn sie in Deutschland ansässig waren, nicht berechtigt, bei der Plazierung von DM-Auslandsanleihen die Konsortialführung zu übernehmen. Neue Möglichkeiten für Investitionen in Anleihen und die Lockerung der Emissionsbeschränkungen für Einlagenzertifikate in Frankreich und Japan sind zwei weitere Beispiele dafür, daß administrative Kontrollen an Bedeutung verloren haben. In Frankreich haben die Kreditinstitute infolge steuerlicher und regulativer Änderungen nunmehr die Möglichkeit, Einlagen entgegenzunehmen, mit denen dann fungible Wertpapiere erworben werden. Neben ihrer stimulierenden Wirkung auf den Markt führen diese Maßnahmen auch zu Geldvermögensumschichtungen zugunsten weniger liquider Aktiva.

Die Expansion von Investmentfonds und die zunehmende Beliebtheit des Vertragssparens haben dadurch, daß sie das Mittelaufkommen der institutionellen Anleger vergrößerten, den Märkten ebenfalls Wachstumsimpulse vermittelt, doch hatte dies zur Folge, daß zwischen Endkreditnehmern und ursprünglichen Geldgebern Institutionen stehen, die sich häufig von Banken erheblich unterscheiden. In der Tat stellen, wie oben bereits erwähnt, die wachsenden Anteile der in der Form von Pensions- und Versicherungsansprüchen sowie Investmentfondszertifikaten gehaltenen Aktiva am gesamten Geldvermögen eine der augenfälligsten Veränderungen in der Zusammensetzung der gesamten Finanzanlagen dar. Technische Neuerungen und erhöhter Wettbewerb am Wertpapiermarkt haben die Transaktionskosten besonders im Handel mit großen Stückzahlen gesenkt, und diese Entwicklung geht weiter. In den USA erhielten die Finanzinstitute mit dem Wegfall der Restriktionen hinsichtlich des Provisionswettbewerbs in der ersten Hälfte der siebziger Jahre die Möglichkeit, Kosteneinsparungen an ihre Großkunden weiterzugeben. Das rasche Wachstum der Geldmarktfonds ab Mitte der siebziger Jahre – eine Reaktion auf Zinsbeschränkungen für Bankeinlagen – erhöhte ebenfalls die Bedeutung von Nichtbankinstituten an den Märkten.

*Die Reaktion auf diese Herausforderung.* Für die Banken und anderen Einlageninstitute war die Ausweitung der direkten Kredittransaktionen in zweierlei Hinsicht von Bedeutung. Zum einen haben sich diese Institute, um ihre Ausleihungen zu refinanzieren, in einigen Ländern zunehmend den Kapitalmärkten zugewandt, die nunmehr breiter und aktiver als in der Vergangenheit sind. Dies ist, für sich betrachtet, kein neues Phänomen. Die Banken hatten sich schon früher Mittel am Kapitalmarkt beschafft, als Zinsobergrenzen, erhöhte Mindestreserveverordnungen und sonstige administrative Maßnahmen die herkömmliche Finanzierung über

Einlagen erschwerten oder verteuerten. Wesentlich anders ist nunmehr, daß die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts nicht mehr so große Schwankungen aufweist und daß sich die nationalen Unterschiede hinsichtlich der Bedeutung derartiger Mittelbeschaffung verringert haben. Zum anderen hatte das Entstehen weniger regulierter und aktiverer Märkte zur Konsequenz, daß ein wachsender Anteil der traditionellen Bankeinlagen und -ausleihungen marktbestimmte oder doch marktnahe Konditionen aufweist.

Die Finanzmärkte sind heute mehr als früher Richtschnur für die Bewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken und für die Festsetzung der Soll- und Habenzinsen. Es ist jetzt schwieriger, von den Marktgegebenheiten abzuweichen, ohne zu riskieren, das Geschäft mit jenen Kunden zu verlieren, die direkt an den Kapitalmarkt gehen können. Daß beispielsweise in den USA die Banken bei gewerblichen Ausleihungen sich nicht mehr so eng an die Prime rate halten, beruht teilweise darauf, daß es für die Unternehmen leichter geworden ist, sich finanzielle Mittel direkt durch die Begebung von geldmarktfähigen Commercial paper zu beschaffen. Von 1977 bis 1984 hat sich der Umlauf an von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen Commercial paper nahezu verfünffacht (s. Grafik auf S. 58). Mit der Zeit erfaßte die Praxis, die Zinsen für gewerbliche Ausleihungen an die Marktsätze zu koppeln, auch die Kreditgewährung an solche Firmen, die offensichtlich keinen Zugang zu diesen Märkten haben. Ursächlich hierfür waren der härtere Wettbewerb in den USA zwischen den dortigen Geschäftsbanken und anderen Finanzierungsinstituten, namentlich ausländischen Banken, und der Umstand, daß die Banken mit dieser Praxis ihr Zinsrisiko verringern konnten.

Inwieweit marktgerechte Zinsen auf kleine Einlagen gezahlt werden, ist von Land zu Land unterschiedlich. In den USA, Großbritannien, Italien und Kanada sind inzwischen die einengenden Vorschriften hinsichtlich Mindesthöhe, Fälligkeit und Abhebungen so unbedeutend, daß private Haushalte gewöhnlich eine marktgerechte Verzinsung liquider Einlagen erzielen können. In einigen anderen Ländern hatten es die Banken mit großer Einlagenbasis nicht so eilig, auch auf Kleineinlagen, die den Großteil ihres Mittelaufkommens stellen, marktgerechte Zinsen zu zahlen. Die jeweilige Entwicklung ist auch für die Währungsbehörden von Belang, da es im wesentlichen von ihr abhängt, wie hoch Zinssatzänderungen ausfallen müssen, um die Geldmengengrößen zu beeinflussen.

*Verfließende Grenzen.* In den vergangenen Jahren konnte man auch beobachten, daß sich ein weiterer grundlegender Wandel der Finanzmitteltätigkeit fortgesetzt hat: nämlich das Verwischen der Grenzen zwischen verschiedenen Arten von Finanzierungsinstituten, verschiedenen Arten von Kontrakten und letztlich auch zwischen vermittelten und direkten Markttransaktionen. Die erste Veränderung resultiert aus dem zunehmenden Wettbewerb über die gesamte Palette der finanziellen Dienstleistungen und aus dem stärkeren Eindringen der einzelnen Institutsgruppen in den jeweiligen angestammten Geschäftsbereich der anderen. Besonders deutlich konnte man diese Entwicklung in den USA, Japan, Großbritannien, Italien, Frankreich und Kanada beobachten. Möglicherweise weil die USA das einzige Land der Zehnergruppe sind, das seine Banken geographischen Beschränkungen unterwirft, war dort das wechselseitige Eindringen der Institute in die Inlandsdomäne der je-

weiligen anderen Gruppe ausgeprägter als in vielen anderen Ländern. Was die finanziellen Veränderungen andernorts angeht, so war von einer Angleichung der institutionellen Unterschiede in Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz, wo seit langem das Universalbanksystem existiert, kaum etwas wahrzunehmen.

In den USA hat sich am Rande der traditionellen Geldinstitute allmählich ein bankenähnlicher Sektor entwickelt, worauf die herkömmlichen Banken mit der Ausweitung ihres geographischen Einflusses und des Leistungsangebots reagierten. Einige der neuen Institute wie die „Nichtbank-Banken“ sind das Produkt der unterschiedlichen einzelstaatlichen Bankengesetzgebung, die aus der für ein föderatives System typischen Aufteilung der staatlichen Aufgaben resultiert und zu einer Zeit in Kraft trat, als finanzielle Innovationen noch keine große Rolle spielten. Daß unterschiedliche Gesetze und administrative Regelungen auch von den eigentlichen Banken genutzt wurden, trug ebenfalls zu einem stärkeren wechselseitigen Eindringen in die jeweilige Domäne der anderen Bankgruppe und zur Übernahme eines bestimmten Typs von Finanzinstitut durch das andere bei – ein Phänomen, das auch in Kanada, Frankreich und Großbritannien zu beobachten ist. In diesen Ländern haben sich Banken, Wertpapierhändler und Versicherungsgesellschaften auf die verschiedenste Weise zu „Finanzkonglomeraten“ zusammengeschlossen.

In jüngster Zeit haben die zuständigen staatlichen Instanzen in einigen Ländern aktiver dazu beigetragen, daß sich die Grenzen zwischen unterschiedlichen Institutionen verwischten, indem sie die Vorschriften lockerten, die bestimmen, welche Art von Geschäften die jeweilige Institutsgruppe betreiben und zu welchen Konditionen sie diese durchführen kann. Dadurch sollten die Effizienz gefördert und gleiche Wettbewerbsbedingungen für unterschiedliche Arten von Geldinstituten geschaffen werden. In Großbritannien etwa werden alle Einlagenarten seit diesem Jahr steuerlich gleichbehandelt, so daß alle Arten von Instituten, die von Privaten Einlagen entgegennehmen, in etwa die gleichen Ausgangsbedingungen vorfinden. Allein die Bausparkassen hatten zuvor Zinsen abzüglich eines einheitlichen oder pauschalierten Steuersatzes gezahlt. Ein Verfließen der Trennungslinien ist auch in Italien bezüglich der Banken und Sonderkreditinstitute und in Japan betreffend Banken und Wertpapierhändler erkennbar.

Eines der jüngsten Beispiele unschärfer werdender Grenzen betrifft die verschiedenen Arten finanzieller Kontrakte. Finanzielle Kontrakte wurden früher nicht nur generell bis zur Fälligkeit gehalten, sondern bei einem eventuellen Kauf oder Verkauf gingen alle Merkmale des Kontraktes auf den Erwerber über. Neue Techniken ermöglichen es nunmehr den Banken und sonstigen Geldinstituten, finanzielle Kontrakte zu „zerlegen“, einige Bestandteile wegzulassen und andere weiterzugeben. Währungs- und Zinsswaps, Futures-Kontrakte, Terminmarktgeschäfte, Optionen, der Handel mit Zinsansprüchen und die Versicherung von Kreditrisiken sind Beispiele dieser neuen Techniken. Einige der neuen Instrumente haben freilich außerhalb der USA und der Euromärkte, wo ein beträchtlicher Teil des Geschäfts mit festverzinslichen Euroanleihen Swaptransaktionen beinhaltet, bislang nur geringe Bedeutung erlangt, doch sind Anzeichen für deren allmähliche Verbreitung klar erkennbar. In Australien, Kanada, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Großbritannien und den USA gibt es bereits oder entstehen Börsen für Financial

Futures (auf die im letzten Jahresbericht des näheren eingegangen worden ist), wobei deren Geschäftsvolumen und Dienstleistungsangebot zugenommen haben, wenn auch häufig von sehr kleinen Anfängen aus. In anderen Ländern wie Deutschland und der Schweiz, wo die Finanzmärkte keinem derart raschen Wandel unterlagen, scheint die Auffächerung inländischer Bankgeschäfte nur eine untergeordnete Rolle gespielt zu haben.

Die zuletzt genannte Art der Angleichung von Unterschieden – die zwischen den Finanzierungsinstituten und den Finanzmärkten – ist weitgehend eine Folge des schärferen Wettbewerbs, der stärkeren Inanspruchnahme der Finanzmärkte durch Endkreditnehmer und Geldinstitute sowie des Aufschnürens der Konditionen finanzieller Kontrakte. Wenn die Zinsen für Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken mit den Marktsätzen schwanken und für finanzielle Dienstleistungen volle Gebühren erhoben werden, wenn sich die Banken unerwünschter Merkmale aus finanziellen Kontrakten entledigen (beispielsweise eines übergroßen Zinsrisikos, indem sie besondere Techniken zu dessen Herauslösung entwickeln) und wenn Anlageinstrumente, die früher bis zur Fälligkeit gehalten werden mußten, nach Belieben veräußert werden können, dann wird die Unterscheidung zwischen Finanzvermittlung durch Institute einerseits und direkt über die Finanzmärkte laufende Kreditbeziehungen andererseits – eine Unterscheidung, die mitunter als ausschlaggebend für die Geldmengensteuerung angesehen wird – sehr viel problematischer. Allerdings verfließen die Grenzen nicht völlig. Die Zinsmargen der Banken bleiben größer als die Spannen zwischen Ankaufts- und Verkaufskursen an den Finanzmärkten, denn die Banken bieten eine Reihe von Dienstleistungen – wie etwa die Bewertung von Risiken und die Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Kunden –, die es an den Märkten nicht gibt und auch nicht geben kann.

Eine bedeutende finanzielle Neuerung, die Kreditgewährung zu variablen Zinsen, wurde im Jahresbericht 1983/84 behandelt. Es ist interessant, daß in der Zwischenzeit Festzinskontrakte und Zinsumwandlungen trotz niedriger Inflation und stabilerer Zinssätze nur wenig an Bedeutung zurückgewonnen haben. In den USA gab es 1984 eine gewisse Belebung bei den Ausleihungen zu festen Konditionen. Dies gilt für den Markt für Industrieanleihen und später im Jahr für den Hypothekenmarkt; über das gesamte Jahr gesehen war jedoch der Anteil der variabel verzinslichen Hypothekendarlehen, der zwei Drittel aller Realkredite ausmachte, höher als 1982 oder 1983. Darüber hinaus wurden einige Kreditaufnahmen zu festem Zins mit Swaptransaktionen verbunden, so daß sich das Zinsrisiko womöglich nicht erhöhte. In ähnlicher Weise war im vergangenen Jahr in Kanada eine geringfügige Zunahme der Festzinsausleihungen mit einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren festzustellen. In Italien breiteten sich bei Sonderkreditinstituten Verträge über eine variable Verzinsung weiter aus, und auch in Frankreich tendierten die Geldinstitute zu dieser Art von Ausleihung. In Ländern, wo diese Praktik schon lange vorherrscht, etwa in Großbritannien, kam es nicht zu größeren Änderungen.

Die anhaltende Hinwendung zu zinsrisikovermindernden Techniken kann auf verschiedene Weise erklärt werden. Einmal damit, daß die zukünftige Zinsentwicklung nach wie vor mit vielen Unwägbarkeiten behaftet ist. In diesem Fall kann davon ausgegangen werden, daß die Banken wieder für längere Zeiträume Zinsrisiken

übernehmen und sowohl Endkreditnehmer wie ursprüngliche Geldgeber mehr zum Abschluß von Festzinskontrakten bereit sein werden, wenn die grundlegenden Finanz- und Wirtschaftsbedingungen wieder stabiler geworden sind. Eine zweite Erklärung ist darin zu sehen, daß die Banken nicht bereit sind, neu entwickelte Praktiken aufzugeben, die es ihnen ermöglichen, ihr Zinsengagement zu reduzieren, zumal andere Risiken wie Kredit-, Währungs- und Länderengagements durch ihr Zusammenspiel akuter geworden sind. So kann man denn auch durchaus feststellen, daß die wesentliche Veränderung im Risikomanagement der Banken nicht darin besteht, daß sich die Risiken ihrem Wesen oder ihrer Höhe nach verändert haben, sondern vielmehr darin, daß die Banken nunmehr besser in der Lage sind, deren Zusammensetzung zu ändern. Ob unter diesen Voraussetzungen Festzinsausleihungen an Bedeutung werden zurückgewinnen können, hängt davon ab, welche Veränderungen bei anderen Risiken eintreten und welche Geschäftsentscheidungen die Finanzintermediäre treffen.

### Aktuelle Fragen

Die finanziellen Veränderungen der letzten Jahre werfen eine Reihe von Fragen auf, die freilich für die einzelnen Länder von unterschiedlicher Aktualität sind, je nachdem, mit welchem Tempo diese Veränderungen stattfinden und welchen Umfang sie haben. Einer der wichtigsten Punkte betrifft die Effizienz. Der schärfere Wettbewerb auf den Finanzmärkten wird allgemein für effizienzfördernd gehalten, und zwar nicht nur in bezug auf den engen Banken- und Finanzbereich, sondern auch für die Allokation der Ressourcen ganz allgemein. Die Lockerung zahlreicher Beschränkungen hat es den Banken und anderen Geldinstituten ermöglicht, auf veränderte Marktbedingungen flexibler als früher zu reagieren. Die Transaktionskosten sind niedriger, und Umschichtungen der Portefeuilles können nunmehr leichter vorgenommen werden. Wenn jedoch in den übrigen Bereichen der Wirtschaft die Anpassung nur langsam und schwer vorhersehbar vorankommt, dann sind die Preise auf den Finanzmärkten möglicherweise nicht immer auf oder nahe ihrem Gleichgewichtsniveau, was die Investitions- und Sparentscheidungen komplizieren und die wirtschaftliche Allokation der Ressourcen beeinträchtigen könnte. Hinzu kommt, daß die größere Vielfalt der von den einzelnen Arten von Finanzierungsinstituten ausgeübten Aktivitäten zwar zu mehr Wirtschaftlichkeit bei der Verarbeitung von Informationen und der Kundenbeurteilung führen kann, gleichzeitig jedoch die Gefahr von Interessenkonflikten, des Ausnutzens privilegierter Stellungen und der Konzentration finanzieller Macht zunimmt, was der Effizienz abträglich sein könnte.

Die Veränderungen im Finanzsystem in der letzten Zeit und die damit einhergehende Verschärfung des Wettbewerbs sind noch unter einem weiteren wichtigen Aspekt, nämlich dem der finanziellen Stabilität, von erheblicher Bedeutung. Ein harter Wettbewerb kann das Eingehen von Risiken fördern und die Zinsmargen schmälern, womit das Entstehen von Problemen in einzelnen Instituten wahrscheinlicher wird. Da die nationale und internationale Verflechtung der Märkte zugenommen hat, können derartige Probleme die finanzielle Stabilität ganz allgemein bedrohen. Geldpolitik und Bankenaufsicht müssen diesen veränderten Verhältnissen



Rechnung tragen. Es wird inzwischen vielerorts gesehen, daß Beschränkungen, die die Banken daran hindern, sich den Erfordernissen des Marktes anzupassen, die Widerstandskraft des Finanzsystems schwächen können. Regulierungsmaßnahmen lenken mitunter lediglich den Wettbewerb in Bereiche, wo er weniger deutlich zutage tritt und wo Anpassungen kostspieliger sind und langsamer vonstatten gehen. Freilich ist es in einem Umfeld zunehmenden Wettbewerbs, der ein umfassenderes Angebot an Bankdienstleistungen in einer größeren Zahl von mitunter ungewohnten Märkten impliziert, unabdingbar, daß beispielsweise die Geldinstitute mit ausreichendem Eigenkapital und einem kompetenten Management ausgestattet sind.

Eine weitere Liberalisierung der Finanzmärkte wird zwar in zahlreichen Ländern begrüßt, das Tempo aber, mit dem die Änderungen vorangetrieben werden sollen, ist schwer zu bestimmen und politisch nicht unumstritten. Wenn sich Zinsen und Struktur der Finanzierungsströme nahe ihrem Gleichgewicht befinden, dann kann eine sofortige Aufhebung der Regulierung von Konditionen und Portefeuillezusammensetzung gerechtfertigt sein. Wenn jedoch das Finanzsystem jahrzehntelang in Vorschriften und einem stabilen technologischen Rahmen eingebettet war, kann eine plötzliche Aufhebung der Aufsicht über Konditionen und Dienstleistungen der Banken zu einer derart raschen Umstrukturierung des Finanzsystems führen, daß dessen Stabilität in Gefahr gerät. Unter diesen Voraussetzungen wird eine graduelle Umwandlung, gemeinsam mit Maßnahmen zur Sicherstellung einer ausreichenden Kapitaldecke, nicht nur mit den angestammten Interessen einzelner Gruppen der Gesellschaft, denen die Restriktionen zugute kommen, in Einklang stehen, sondern dürfte auch die Störanfälligkeit des Finanzsystems vermindern.

Ein dritter Problembereich läuft für einige Länder auf die Frage hinaus, wie sich die Veränderungen im Finanzsystem auf die Gestaltung der Geldpolitik auswirken. Es gibt ausreichend Hinweise dafür, daß sich die Geldnachfrage infolge finanzieller Innovationen, des größeren Spielraums für direkte Kredittransaktionen und der zunehmenden Tiefe der Finanzmärkte verlagern könnte. Das Vorhandensein eines tiefen und gut funktionierenden Marktes erhöht die Liquidität der einzelnen Forderungen, so daß deren Inhaber über eine höhere Liquidität als früher verfügen, als diese Forderungen nur als Sicherheit für Kreditaufnahmen dienen konnten. In zahlreichen Ländern haben die finanziellen Neuerungen, die die Grenzen zwischen monetären und nichtmonetären Forderungen verwischt haben, zu einer veränderten Einstellung gegenüber der Verwendung von Geldmengenaggregaten geführt. In einigen Ländern wird nunmehr eine größere Zahl von Aggregaten beachtet, die nicht alle Geldmengencharakter haben. Außerdem werden sie zunehmend auf mehr pragmatische Weise verwandt, denn in einem Klima des Wandels geben früher bestehende Zusammenhänge nicht immer auch eine verlässliche Orientierung für die Zukunft.

Die Expansion der Märkte für Direktausleihungen berührt auch die Transmission geldpolitischer Maßnahmen über das Finanzsystem und hat Folgen für die geldpolitische Autonomie des jeweiligen Landes. Verlagerungen zwischen verschiedenen inländischen wie ausländischen Finanzaktiva fallen mit wachsender Tiefe der Märkte leichter. Administrative Beschränkungen für Kreditausweitung, Zinsen und Portefeuillezusammensetzung verlieren an Wirksamkeit, wenn Geldmittel in eine Vielzahl alternativer Anlagen fließen können. Es wird vielfach erkannt, daß dann

die Zinsen größere Bedeutung im geldpolitischen Transmissionsprozeß erlangen. Überdies gewinnt dann auch der Risikoaspekt als zweite wichtige Determinante für Portfolioentscheidungen an Bedeutung. Beispielsweise werden sich die Kreditgeber zunehmend bewußt, wie sehr hohe und stark schwankende Zinssätze die Fähigkeit der Kreditnehmer, ihrem Schuldendienst nachzukommen, beeinträchtigen können. Dies wiederum erhöht die Vorsicht des Geldgebers, wodurch eine über die Zinssätze wirkende restriktive Geldpolitik gestützt wird.

Schließlich ist noch als wesentlich anzumerken, daß Veränderungen im Bankensystem und auf den Finanzmärkten, wie es sie in einigen Ländern gegeben hat, nicht nur Bankenaufsicht und Geldpolitik für sich gesehen berühren, sondern darüber hinaus eine Koordinierung beider Bereiche dringlicher, aber auch leichter als in der Vergangenheit machen. Nachdem in den meisten Ländern der Schwerpunkt der Geldpolitik nicht mehr bei der Feinsteuerung im Rahmen einer antizyklischen Politik liegt, ist die Wahrung der grundlegenden Stabilität von Preisen und finanziellen Konditionen – die eigentliche Existenzberechtigung einer Zentralbank – in den Vordergrund gerückt. Die an den Finanzmärkten eingetretenen Veränderungen bedeuten auch, daß die Unterscheidung zwischen dem Instrumentarium der Bankenaufsicht und dem der Geldpolitik unschärfer geworden ist. Wenn die Märkte gut ausgebaut sind und in den Zielvorstellungen der Banken die Gewinne erhebliches Gewicht haben, dann hängt die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen davon ab, inwieweit sie auf die Zinsen durchschlagen. Diese wiederum wirken sich auf die Ertragslage und die Eigenkapitalbildung der Banken aus, was unter dem Aspekt der Bankenaufsicht von zunehmender Bedeutung ist.

## IV. GELDPOLITIK UND ZINSSÄTZE

### Schwerpunkte

Die Geldpolitik ist weiterhin in dem stabilen Rahmenwerk betrieben worden, das von einer Steuerung der Geldmenge in den größeren Industrieländern und einer Orientierung am Wechselkurs in den meisten anderen Ländern gebildet wird. Diese Strategien sollten zur Wiedererlangung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums beitragen, und in mancherlei Hinsicht war die ökonomische Entwicklung im vergangenen Jahr in der Tat ermutigend. Einhergehend mit niedrigen oder fallenden Preissteigerungsraten gab die moderate monetäre Expansion, die im Einklang stand mit der Notwendigkeit, die Inflationserwartungen unter Kontrolle zu halten, Raum für einen Wiederanstieg der Produktion, und dies dürfte auch weiterhin so sein. In den USA freilich expandierte vor dem Hintergrund des hohen Leistungsbilanzdefizits das gesamte inländische Kreditvolumen wesentlich schneller als die monetären Aggregate.

Während sich die grundlegenden Ziele der auf eine Kontrolle der Geldmenge gerichteten Strategien im Laufe der Zeit tendenziell angenähert haben, unterscheiden sich die Steuermechanismen nach wie vor von Land zu Land – insbesondere, was die Bedeutung angeht, die der Beeinflussung der heimischen und außenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung beigemessen wird. In Frankreich wurde im letzten Jahr ein neues System von Kreditkontrollen eingeführt, während sich in Japan die Entwicklung hin zu einem auf dem Zins basierenden Steuermechanismus fortsetzte. In einigen Ländern führte das staatliche Schuldenmanagement zu Problemen für die Geldpolitik. In den USA, Japan, Großbritannien und Deutschland haben neue Techniken der Geldmarktsteuerung durch die Zentralbanken die Art und Weise verändert, in der die kurzfristigen Zinsen auf politische und Markteinflüsse reagieren.

Wegen der divergierenden Entwicklung der Volkswirtschaften im allgemeinen und der Unterschiede in der Finanzpolitik im besonderen waren auch die mit der moderaten Ausweitung der Geldmenge einhergehenden Zinswirkungen nicht in allen Ländern gleich. In den USA stiegen die Zinssätze im Jahre 1984 zunächst und fielen dann, als die Wirtschaftstätigkeit sich abschwächte. Hingegen blieben die Zinsen in Deutschland und Japan bemerkenswert stabil oder gingen leicht zurück. In Großbritannien und Kanada unterlagen die Zinsen im Jahresverlauf aufgrund außenwirtschaftlicher Einflüsse großen Schwankungen, und in Frankreich, Italien und Belgien trug der Kursanstieg der jeweiligen Währung gegenüber der D-Mark sowohl zur Verminderung der heimischen Inflation wie auch zu einem Rückgang der Zinssätze bei. Zu Beginn des Jahres 1985, als der weitere Anstieg des US-Dollars die Nachhaltigkeit der von den anderen Ländern zur Bekämpfung der Inflation ergriffenen Maßnahmen auf die Probe stellte, übte ein erneuter Anstieg der US-Zinsen beinahe überall Druck auf die Kapitalmarktzinsen aus. Als sich dann im März und

Anfang April der Kurs des Dollars im Gefolge von Interventionen größeren Ausmaßes und Anzeichen für ein langsames Wirtschaftswachstum in den USA unvermittelt abschwächte, änderte sich das Bild plötzlich.

Verglichen mit den Inflationsraten erscheinen die langfristigen Zinsen immer noch hoch, wenngleich dies mehr für Nordamerika als für Japan oder einige kontinentaleuropäische Länder zutrifft. Das Budgetdefizit und die Stärke der wirtschaftlichen Erholung haben in den USA ein Gleichgewicht zwischen Ersparnis einerseits und Investitionen andererseits verhindert. Die hohen amerikanischen Realzinsen haben die Realzinsen andernorts tendenziell nach oben gedrückt; bis zu einem gewissen Grad ist es den anderen Ländern gleichwohl gelungen, die Realzinsen am langen Ende des Marktes von den US-Zinsen abzukoppeln, wobei auch eine Rolle spielte, daß an den Märkten das Risiko einer Dollarabwertung beachtet wurde.

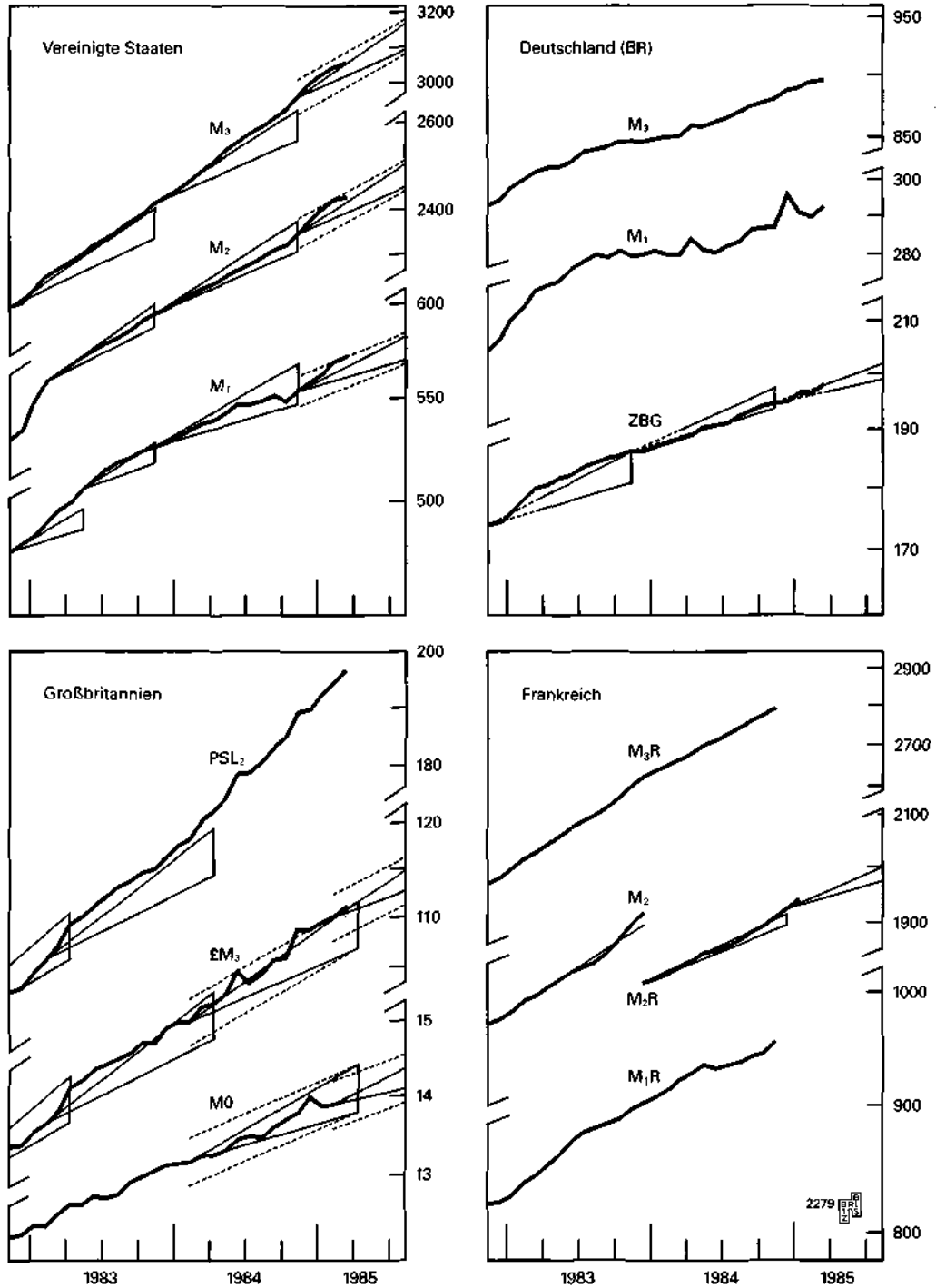
Die Entwicklung im letzten Jahr machte deutlich, wie eng die einzelnen Volkswirtschaften miteinander verflochten sind und daß die Wirksamkeit der Geldpolitik – sogar in großen Ländern – von der ökonomischen Entwicklung und Wirtschaftspolitik andernorts beeinflusst wird. Trotz des im letzten Jahr allgemein günstigen Ergebnisses muß das fortgesetzte Ungleichgewicht im „policy mix“ der USA – insbesondere, wenn es nun mit einer Schwäche des Dollars einhergeht – neue Befürchtungen hinsichtlich der möglicherweise vor uns liegenden Probleme laut werden lassen.

### Entwicklung der Geldbestände und Änderungen der Geldmengenpolitik

Im Einklang mit den mittelfristigen Zielen wurden die vorgegebenen und die tatsächlichen Zuwachsraten repräsentativer monetärer Gesamtgrößen im letzten Jahr weiter reduziert. In den USA expandierte die Geldmenge M1, die nach einer instabilen Phase von der Federal Reserve wieder als verlässlichere Orientierungsgröße für die Politik angesehen werden konnte, mit fortschreitender wirtschaftlicher Erholung unregelmäßig, lag aber – auf das ganze Jahr gesehen – klar im Zielbereich. Dagegen beschleunigte sich das Wachstum von M3 und der Verschuldung in weiter Abgrenzung. In anderen Ländern, in denen monetäre Ziele verkündet werden, verlief die Expansion der umfassenden monetären Gesamtgrößen allgemein weiter verhalten oder ging – wie angestrebt – zurück, und die Zuwachsraten der engen Aggregate waren sogar noch niedriger. In Großbritannien nahmen alle wichtigen Geldmengengrößen – abgesehen von der breit definierten monetären Basis – recht rasch zu, jedoch erschweren die gleichzeitigen Veränderungen im Finanzsystem das Urteil über diese Entwicklung.

In den *Vereinigten Staaten* waren die monetären Gesamtgrößen – und zwar insbesondere M1 – im Jahre 1982 und zu Beginn des Jahres 1983 in Zusammenhang mit verminderter Inflation, Störungen auf den Finanzmärkten und Veränderungen staatlicher Regulierungen kräftig gestiegen, dann jedoch verminderte sich ihr Wachstum, so daß sie innerhalb der umbasierten Ziele für 1983 blieben. Da diese Störungen als nur vorübergehend angesehen wurden und deshalb nicht ausgeglichen werden sollten, beschloß die amerikanische Zentralbank für 1984 Geldmengenziele,

**Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung\***  
in Milliarden der jeweiligen Landeswährung



\* ZBG = Zentralbankgeldmenge;  $PSL_2$  = Liquidität des privaten Sektors;  $M_0$  = weite monetäre Basis; R = nur Aktiva von Gebietsansässigen; logarithmischer Maßstab. Frankreich: zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

die eine weitere Abschwächung des Zuwachses von M1 und M2 implizierten; diese wurden im Juli noch einmal bekräftigt.

Unter dem seit Mitte 1982 zu beobachtenden mehr pragmatischen Ansatz der Geldpolitik konnten sich die monetären Gesamtgrößen kurzfristig flexibler an wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen anpassen. So wuchsen die monetären Gesamtgrößen im Jahre 1984 in den ersten sechs Monaten rasch, ab Juli – in Zusammenhang mit den Beschränkungen des Angebots an Bankreserven und einer Abnahme der Bankausleihungen – aber nur noch verlangsamt. Im Herbst sodann, als klar wurde, daß sich die wirtschaftliche Tätigkeit ebenfalls abschwächte, ging die Notenbank bezüglich des Angebots an Bankreserven auf eine mehr akkommodierende Linie über. Um den Rückgang der Geldmarktzinsen zu unterstützen, wurde der Diskontsatz, der im April von 8½ auf 9% angehoben worden war, im November und Dezember in zwei Schritten auf 8% gesenkt.

Zu Beginn des Jahres 1985 signalisierten das schnellere Geldmengenwachstum, der Anstieg der kurzfristigen Zinsen sowie sonstige Indikatoren, daß sich die Situation erneut verändert hatte. Im Februar berichtete der Vorsitzende des Federal Reserve Board dem Kongreß, daß die Geldpolitik in Hinblick auf die Reserven der

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten

	Geldmengen- bzw. Kredit- aggregat <sup>1</sup>	Zielvorgabe <sup>2</sup> für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum				
					Zielperiode <sup>4</sup>		Veränderung gegen Vorjahr (basierend auf Quartalsdurchschnitten)		
		1983 <sup>3</sup>	1984 <sup>3</sup>	1985 <sup>3</sup>	1983	1984	1. Quartal		
		Prozent <sup>5</sup>							
USA .....	M1	5-9	4-8	4-7	8,5	5,2	9,4	9,0	6,3
	M2	7-10	6-9	6-9	8,5	7,7	12,1	8,7	9,0
	M3	6½-9½	6-9	6-9½	10,0	10,5	10,2	9,5	10,8
	GVINS	8½-11½	8-11	9-12	10,8	13,4	9,3	11,8	13,4 <sup>6</sup>
Japan .....	M2 + CDs	7	8	8	6,8	7,9	6,7	7,8	7,9
Deutschland (BR) ..	ZBG	4-7	4-6	3-5	7,0	4,6	7,1	5,5	4,9
Frankreich .....	M2R	9	5½-6½	4-6	9,9	7,0 <sup>7</sup>	10,5	8,9	7,1 <sup>6</sup>
Großbritannien ...	M0	-	4-8	3-7	-	5,7	3,9	5,8	5,4
	M1	7-11	-	-	14,1	-	12,1	11,9	14,4
	£M3	7-11	6-10	5-9	10,0	11,9	9,5	10,3	9,9
	PSL2	7-11	-	-	12,6	-	9,5	12,2	15,1
Italien .....	GIK	18	17,4	16,2	20,6	20,0	20,3	21,3	20,2 <sup>6</sup>
	M2	-	-	10	-	-	16,7	12,9	11,8 <sup>6</sup>
Schweiz .....	NBGB	3	3	3	3,6	2,5	7,6	1,1	2,4

<sup>1</sup> GVINS = gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; M2R = M2-Aktiva Gebietsansässiger; M0 = weit abgegrenzte monetäre Basis; PSL2 = Liquidität des privaten Sektors; GIK = gesamte inländische Kreditgewährung; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge. <sup>2</sup> Japan: Projektionen. <sup>3</sup> USA (außer für M1 und M2 im Jahre 1983), Japan (1983/84) 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. Februar – April des folgenden Jahres; 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 M2 dahingehend geändert, daß nunmehr auch Eurodollartermineinlagen von in den USA Ansässigen eingeschlossen sind; Japan: für 1985 wird die Projektion vom zweiten Quartal zum folgenden zweiten Quartal angegeben; Frankreich: die Zielvorgabe für 1983 bezog sich auf M2, das auch die M2-Aktiva von Gebietsfremden enthielt; Großbritannien: für 1984/85 wurde die Definition von Sterling-M3 geändert und schließt jetzt die Einlagen des öffentlichen Sektors nicht mehr ein. <sup>4</sup> Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. <sup>5</sup> Jahresraten. <sup>6</sup> Viertes Quartal 1984. <sup>7</sup> Vorläufig.

Banken vorsichtiger geworden sei. Am Jahresende 1984 lag das Wachstum von M1 und M2 nahezu in der Mitte des Zielbereichs, wobei der Anstieg zinstragender Scheckkonten, die sich 1983 explosionsartig erhöht hatten, rapide zurückging. Die Zuwachsraten von M3 und der Verschuldungsaggregate in breiter Abgrenzung überschritten jedoch die obere Grenze ihres Zielkorridors. Für das Jahr 1985 wurden die Obergrenzen der Zielspannen für M1 und M2 gesenkt, jene für M3 und die weit definierten Verschuldungsaggregate hingegen erhöht, wobei die neuen Zielvorgaben freilich niedrigere Zuwachsraten implizieren, als sie 1984 zu verzeichnen waren.

In *Deutschland* hatte die starke Expansion der Zentralbankgeldmenge im Jahre 1983 Störungen vom Jahresbeginn widergespiegelt. Im vergangenen Jahr hinterließ die zeitweise Verlangsamung des Wirtschaftsaufschwungs Anfang 1984 zwar Spuren, gleichwohl wuchs die Zentralbankgeldmenge alles in allem stetig entsprechend dem Mitte 1983 eingeschlagenen Pfad. Die Zielspanne für 1985, die niedriger liegt als die für 1984, ist so bemessen, daß im Jahresverlauf eine Zunahme der Zentralbankgeldmenge um 4% möglich ist. Diese Rate wurde so bestimmt, daß sie in Einklang steht sowohl mit dem erwarteten Wachstum des realen gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials von etwas über 2% im Jahresdurchschnitt als auch mit der Notwendigkeit, die 1984 in der Inflationsbekämpfung erzielten Erfolge zu festigen. Im Verlauf des Jahres 1984 erfolgten lediglich geringfügige geldpolitische Adjustierungen; die Anhebung des Diskontsatzes von 4 auf 4½% im Juni 1984 und die des Lombardsatzes von 5½ auf 6% im Januar 1985 zielten einzig und allein darauf, eine Umstrukturierung im Angebot von Zentralbankgeld durch die Bundesbank herbeizuführen.

In *Japan* wurden die zinspolitischen Instrumente im vergangenen Jahr ebenfalls im wesentlichen unverändert eingesetzt. Die Zuwachsrate des Aggregats M2 zuzüglich Einlagenzertifikate (CDs) lag weiterhin dicht bei den offiziellen Projektionen, und dies, obwohl viele neue nichtmonetäre finanzielle Instrumente eingeführt wurden. Die prognostizierte Wachstumsrate berücksichtigt die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit und stimmt weitgehend mit der Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials unter Einbeziehung einer minimalen Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus überein.

In *Frankreich* und in *Großbritannien* spiegelt die Tatsache, daß die Richtwerte für die monetäre Expansion im Laufe der Zeit mehr und mehr reduziert wurden, deutlich die Intentionen der Währungsbehörden wider. Wegen struktureller Veränderungen sind die jüngsten Entwicklungen der monetären Aggregate jedoch schwierig zu interpretieren.

In *Frankreich* wurde bei der Zielvorgabe für die Geldmenge M2R für die Jahre 1984 und 1985 das gestiegene Engagement in Investmentfonds, deren Zertifikate in diesem Aggregat nicht enthalten sind, tendenziell berücksichtigt. Das stärkere Wachstum von M2R zum Jahresende 1984 hin ist in erster Linie auf vorübergehende ungünstige Entwicklungen auf den Kapitalmärkten zurückzuführen. Nachdem gegen Ende 1984 ein neues Kreditkontrollsystem verkündet worden ist (vgl. S. 82), sollte es möglich sein, die Kreditgewährung des Bankensystems in Schranken zu halten, wenn die Nachfrage steigt; denn die nicht genutzten, für die Gewährung neuer Kredite zur Verfügung stehenden Reserven, die die Banken noch zur Zeit der

alten Kreditlinien nach und nach angesammelt hatten, sind vollständig abgebaut worden.

In *Großbritannien* kam es im vergangenen Jahr sowohl bei der rechnerischen Ableitung der Geldmengenziele als auch der Durchführung der Geldpolitik zu Schwierigkeiten. Die im letzten Jahr, als die Banken und Bausparkassen ihren Wettbewerb um Einlagen von Privatkunden verstärkten, zu verzeichnenden sehr hohen Zuwachsraten konnten von den Währungsbehörden teilweise antizipiert werden. Dies galt nicht nur für die Geldmenge M1, deren Anstieg unverhältnismäßig stark auf dem Vordringen neuer Formen zinstragender Einlagen beruhte, sondern auch für M2 (Transaktionskonten und Privateinlagen) und PSL2 (Liquidität des privaten Sektors in weiter Abgrenzung). Die Geldmengenvorgaben für das vergangene Jahr bezogen sich lediglich auf M0 sowie Sterling-M3. Das Wachstum von Sterling-M3 wurde durch die unausgewogene Struktur des Kreditbedarfs der öffentlichen Hand sowie verzerrende Einflüsse infolge des Verkaufs von British Telecom berührt; es spiegelte darüber hinaus aber auch die hohen Zuwachsraten der Kreditgewährung des Bankensystems an den privaten Sektor wider. Im Verlauf des Jahres expandierte Sterling-M3 nahe der oberen Grenze des Zielkorridors, und zweimal, als das britische Pfund an den Devisenmärkten aus anderen Gründen unter Druck geriet, wurde diese sogar überschritten. In beiden Fällen ergriff man ungewöhnliche politische Maßnahmen: Im Juni 1984 veröffentlichte die Bank von England eine Stellungnahme des Inhalts, daß sich die Geldpolitik auf Kurs befinde, und im Januar 1985 wurde – erstmals seit 1981 – für einen Tag der Mindestausleihesatz wieder eingeführt. Der folgende steile Anstieg der kurzfristigen Zinsen mußte hingenommen werden, und die Basiszinsen der Banken, die sich im April 1984 auf 8½% belaufen hatten, erhöhten sich bis Ende Januar 1985 auf 14%. Das Wachstum der Geldmenge M0 (im wesentlichen also der Umlauf von Banknoten und Münzen) hielt sich innerhalb der Zielspanne; es ist freilich schwierig zu beurteilen, welche Bedeutung der isolierten Entwicklung dieser Größe beizumessen ist. Im Einklang mit der mittelfristigen Strategie der Regierung wurden vom Schatzkanzler in seiner Budgetrede vom März 1985 für M0 und Sterling-M3 neue, reduzierte Geldmengenziele verkündet.

In *Italien* expandierte die Kreditaufnahme der öffentlichen Hand im vergangenen Jahr weiterhin erheblich. Die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor nahm im Gefolge der wirtschaftlichen Erholung und nach Auslaufen der Kreditbeschränkungen im Dezember 1983 ebenfalls rasch zu. Letztere waren seit Mitte 1983 in Kraft gewesen, als die in den vorangegangenen zehn Jahren geltenden Kreditplafonds aufgehoben worden waren. Angesichts der in den meisten anderen Ländern verglichen mit Italien niedrigeren Nominalzinsen und günstigeren Aussichten bezüglich der Stabilität der Wechselkurse im Europäischen Währungssystem wuchsen die in fremder Währung aufgenommenen Kredite, die von den Banken im Ausland refinanziert wurden, sehr kräftig, so daß im Juli für die Nettoauslandsverschuldung der Banken eine Obergrenze eingeführt wurde. Im September, als man die Situation einer neuen Beurteilung unterzog, wurde beschlossen, die Expansion der Kreditgewährung an den privaten Sektor im Jahre 1984, für die sich zu dieser Zeit ein Anstieg um 16½% abzeichnete, auf möglichst 14% zu begrenzen (verglichen mit einem ursprünglichen Ziel von 12½%). Gleichzeitig wurde der



Diskontsatz, der zwischen Februar und Mai 1984 von 17 auf 15½% zurückgenommen worden war, auf 16½% angehoben. In der Folge verlangsamte sich das Wachstum der gesamten Kreditgewährung und entsprach, auf das ganze Jahr 1984 gesehen, in etwa der revidierten Zielvorgabe. Freilich hielten die Mittelzuflüsse an, so daß die Geldmenge M2 um 12% wuchs. Im Januar 1985 wurde der Diskontsatz im Gefolge einer weiter rückläufigen Inflationsrate wieder auf 15½% gesenkt.

In der *Schweiz* wuchs die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1984 nicht so stark, wie dies dem vorgegebenen Ziel entsprochen hätte. Der daraus resultierende Anstieg der kurzfristigen Zinsen wurde als angebracht erachtet, um ein Ausufern der Gesamtnachfrage zu verhindern. Auf längere Sicht wird das Ziel verfolgt, die Expansion der Notenbankgeldmenge auf 2 bis 2½% pro Jahr zu begrenzen.

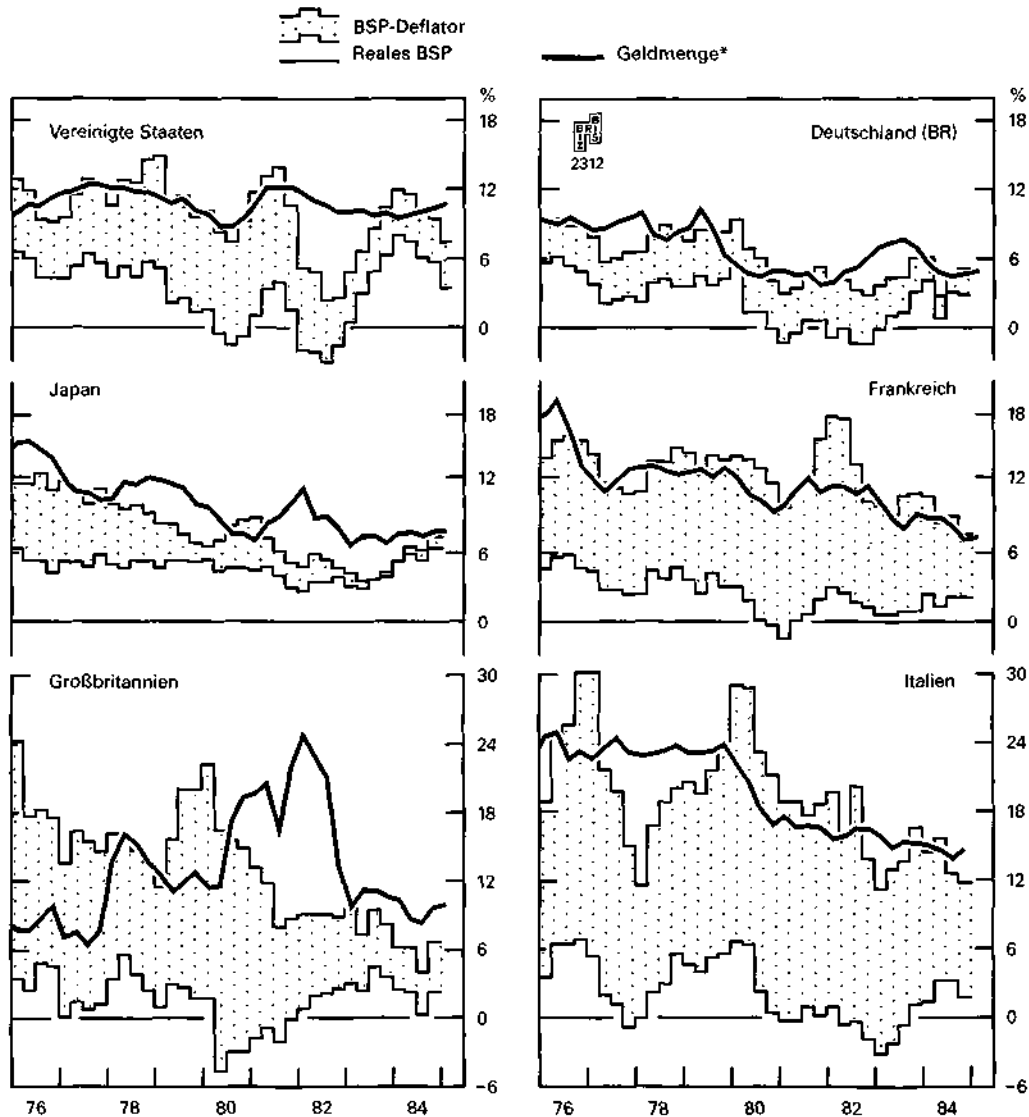
In *Kanada*, wo seit 1982 keine Geldmengenziele mehr verkündet worden sind, verhindern Verschiebungen der Einlagenstruktur weiterhin, für die eng abgegrenzten monetären Gesamtgrößen Ziele vorzugeben, und inwieweit die Steuerung der umfassenderen Geldmengengrößen gelingt, ist nach wie vor fraglich. So wurde und wird die Geldpolitik in erheblichem Maße am Wechselkurs und an den Zinsen orientiert, wenngleich die Bank von Kanada die Entwicklung der monetären Aggregate – ebenso wie die anderer finanzieller und ökonomischer Indikatoren – weiterhin beobachtet.

*Zur Interpretation der Entwicklung der monetären Gesamtgrößen.* Die in den letzten Jahren angewendeten Strategien der Geldmengensteuerung sind, wenn auch nicht überall in gleichem Maße, mittelfristig orientiert, und die monetäre Entwicklung muß im Lichte einer Politik gesehen werden, die in der Wiederherstellung und Verteidigung der Preisniveaustabilität die Grundlage für ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum sieht. Um letztlich glaubwürdig zu sein, müßte eine solche Politik eigentlich die Beseitigung jeglicher Inflation anstreben. In der Praxis freilich leiten sich die jährlichen Zielvorgaben nicht nur aus dem geschätzten Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials ab, sondern in der Regel wird darüber hinaus auch eine Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus unterstellt. Zu einem gewissen Anstieg der Preise mag es sogar in einer inflationsfreien Welt kommen, beispielsweise dann, wenn sich die relativen Preise ändern oder administrierte Preise heraufgesetzt werden.

Wie aus der Grafik hervorgeht, verlief das Wachstum wichtiger monetärer Aggregate in den letzten zwei Jahren, in denen sich der Preisanstieg stark abgeschwächt hat, verhalten oder verlangsamte sich. Mit anderen Worten: Eine Beschleunigung des Wachstums der nominalen Geldbestände, wie sie für frühere Phasen wirtschaftlicher Erholung typisch war, konnte größtenteils vermieden werden; preisbereinigt jedoch hat sich der Anstieg der monetären Gesamtgrößen beschleunigt. In allen genannten Ländern sind hier bereits seit geraumer Zeit deutlich positive Veränderungsraten zu verzeichnen. Deshalb kann man sagen, daß – über welchen Transmissionsmechanismus auch immer – die Entwicklung der Geldbestände der wirtschaftlichen Erholung im allgemeinen förderlich gewesen sein dürfte.

Bei der Beurteilung der geldpolitischen Zielvorgaben müssen weitere Faktoren beachtet werden, und zwar jene, die den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Geld-

Monetäre Gesamtgrößen sowie nominales und reales Wirtschaftswachstum  
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



\*Auf der Grundlage von Quartalsdurchschnitten (USA und Italien: M<sub>2</sub>; Deutschland: Zentralbankgeldmenge; Japan: M<sub>2</sub> + CDs; Frankreich: M<sub>2</sub>R; Großbritannien: Sterling-M<sub>3</sub>).

menge einerseits und nominalem Bruttosozialprodukt andererseits verändert haben. Der in den Jahren 1982 und 1983 fast überall zu verzeichnende Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit der monetären Gesamtgrößen in enger wie weiter Abgrenzung beruhte – je nachdem, welches Land man betrachtet – auf einem für Rezessionszeiten typischen Anstieg der Nachfrage nach Vorsichtskasse und einer angesichts des geminderten Preisanstiegs und gesunkener Zinssätze wieder höheren Nachfrage nach niedrig verzinslichen Mitteln für Transaktionszwecke, auf finanziellen Innovationen sowie auf einigen sonstigen Störfaktoren. Aber selbst insofern, als die Geldpolitik

den relativ zum Bruttosozialprodukt gestiegenen Liquiditätsbedarf lediglich akkommodierte, hat sie der wirtschaftlichen Erholung Raum gegeben.

In der Folge hat sich anscheinend wieder eine normalere Relation zwischen Veränderungen der Geldbestände einerseits und denen des nominalen Bruttosozialprodukts andererseits herausgebildet. Für die USA läßt sich im nachhinein sagen, daß die Entscheidung der Federal Reserve, nicht zu versuchen, den vorangegangenen ungewöhnlichen Anstieg der Geldbestände (und den damit einhergehenden Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit) zu kompensieren, kein Wiederaufflackern der Inflation bewirkt hat. Als sich im Laufe des vergangenen Jahres abzeichnete, daß sich der Wirtschaftsaufschwung abschwächte, reagierte die Geldpolitik erneut flexibel. Das Resultat ist freilich bis zu einem gewissen Grad umstritten. In Deutschland, wo die finanzielle und ökonomische Entwicklung stetiger verlaufen ist, werden die Geldmengenziele schon seit geraumer Zeit in konsistenter Weise mit dem Wachstum des Produktionspotentials verknüpft. In den letzten Jahren ist die Zentralbankgeldmenge tendenziell im Gleichschritt mit der tatsächlichen gesamtwirtschaftlichen Ausbringung gestiegen, und nach früherer Erfahrung konnte damit gerechnet werden, daß die wirtschaftliche Erholung durch eine Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit gestützt werden würde. Auch in Japan hat der Rückgriff auf bisher ungenutzte Gelder dazu beigetragen, daß die stetige monetäre Entwicklung dem kräftigen Wirtschaftsaufschwung nicht im Wege stand.

Wenn man die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit beurteilt, muß man auch Veränderungen im Finanzsystem berücksichtigen. In Frankreich trugen diese im vergangenen Jahr zu einer Umschichtung der Einlagen hin zu Marktanlagen bei, so daß das Wachstum von M2R nachließ, wenngleich hier auch die schwache Kreditnachfrage eine Rolle spielte. In den USA war die Flut der Ausgabe großer Depositenzertifikate (CDs), wie sie angesichts des scharfen Wettbewerbs der Banken um Einlagen zur Finanzierung der kräftigen Kreditnachfrage zu verzeichnen war, von erheblicher Bedeutung für das Wachstum der Geldmenge M3.

*Zur Interpretation der Kreditentwicklung.* In den USA ging das Wachstum der Kreditbestände in breiter Abgrenzung im letzten Jahr weit über das aller Geldmengengrößen hinaus. Es stellt sich die Frage, was sich aus der Entwicklung dieses Aggregats, für die die amerikanische Zentralbank bestimmte „Warnmarken“ veröffentlicht, für die Wirkung der Geldpolitik ableiten läßt. Obwohl die Kreditausweitung nicht das wichtigste Instrument oder Zwischenziel der Geldpolitik ist, mag sie doch in engem Zusammenhang mit der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung stehen – insbesondere, wenn es Zahlungsbilanzprobleme gibt und der Prozeß der finanziellen Innovation fortschreitet.

Die gesamte Kreditmarktverschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren umfaßt den überwiegenden Teil der von den inländischen privaten Haushalten, den Unternehmen und der öffentlichen Hand an den Märkten in den USA aufgenommenen Mittel, und zwar sowohl die direkt bei nichtfinanziellen Investoren platzierten Wertpapiere als auch die über Banken und andere Kapitalsammelstellen ausgeliehenen Beträge. Nicht enthalten sind hingegen Aufstockungen des Eigenkapitals sowie einige andere Posten wie z. B. Lieferantenkredite. Über viele Jahre hinweg war die Beziehung zwischen dem breit abgegrenzten Verschuldungsaggregat

und dem nominalen Sozialprodukt relativ stabil, jedoch hat sich dies – wie bei den monetären Gesamtgrößen auch – gegen Ende 1982 und zu Beginn des Jahres 1983 merklich geändert. Während sich aber die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes seither normaler entwickelt hat, war beim umfassenden Verschuldungsaggregat im vergangenen Jahr ein weiterer scharfer Rückgang zu verzeichnen.

Zu einem guten Teil hing der Anstieg des weit definierten Verschuldungsaggregats vom vierten Quartal 1983 bis zum vierten Quartal 1984 mit einer Ausweitung der Kreditaufnahme der Bundesregierung um 17% zusammen, das meiste davon in nicht liquider Form. Hierin schlug sich ein zunehmender struktureller Finanzbedarf im Bundeshaushalt nieder, wie es ihn in einem solch fortgeschrittenen Stadium des Wirtschaftsaufschwungs bisher noch nicht gegeben hat. Der Anstieg der anderen Komponenten, zusammengenommen nahezu 13%, lag mehr auf der Linie der Erfahrungen in früheren Erholungsphasen. Die Ausleihungen an die privaten Haushalte und die kurzfristige Kreditgewährung an Unternehmen stiegen kräftig, wobei letztere hauptsächlich die starke Zunahme des Umlaufs von Commercial paper widerspiegelte. Die Expansion der Bankkredite wurde zu Beginn des Jahres 1984 von der ungewöhnlichen Zahl an Firmenzusammenschlüssen und Aufkäufen von Kapitalgesellschaften durch das eigene Management aufgebläht, hat sich seither aber deutlich abgeschwächt. Der während des Jahres zu verzeichnende Anstieg der Bankausleihungen und Beteiligungen belief sich lediglich auf ungefähr 11½%.

Die große Deckungslücke im Staatshaushalt hätte auf die private Kreditnachfrage tendenziell dämpfend gewirkt, wenn das hohe Defizit in der Leistungsbilanz nicht als Puffer gedient hätte. Die Zunahme des umfassend definierten Schuldenstandes um US-\$ 715 Mrd. im vergangenen Jahr muß nämlich in Zusammenhang mit einem Leistungsbilanzdefizit von über US-\$ 100 Mrd. gesehen werden. Die direkten und indirekten Quellen der Kreditmärkte sind nicht nur durch die Kapitalbildung im Inland gespeist worden, sondern zu ungefähr US-\$ 70 Mrd. auch durch Mittelzuflüsse aus dem Ausland. Der Unterschiedsbetrag entspricht im großen und ganzen den Verbuchungsdifferenzen in den Zahlungsbilanzen. Freilich werden die Kreditaggregate um große gemeldete Zu- und Abflüsse von Eigenkapital und andere Direktinvestitionen bereinigt. Was die Verwendung der ausländischen Mittel angeht, so beruhten über US-\$ 20 Mrd. auf Kapitalimporten der Banken. Erst ein kleiner Teil hiervon hat sich bereits im Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate in den USA niedergeschlagen. Der verbleibende Teil – im wesentlichen Veränderungen in den Interbankpositionen – könnte als Basis für die künftige Kreditgewährung dienen und zugleich dazu beitragen, das Wachstum der monetären Verbindlichkeiten der Banken im Inland zu begrenzen. Dieser Gesichtspunkt wurde denn auch von der amerikanischen Notenbank bei der Beurteilung der Entwicklung der Gesamtgrößen berücksichtigt.

Kurzgefaßt kann deshalb gesagt werden, daß die hohe Zuwachsrate der gesamten Kreditgewährung im letzten Jahr hauptsächlich die beiden interdependenten Ungleichgewichte der US-Wirtschaft widerspiegelte – das Budgetdefizit und das Defizit in der Leistungsbilanz. Diese Ungleichgewichte hätten durch die Geldpolitik allein nicht angemessen korrigiert werden können. Allerdings dürfte sich aus der Entwicklung der Kreditgewährung ableiten lassen, daß dem Prozeß der

wirtschaftlichen Erholung im Inland wie im Ausland von der monetären Seite Raum gelassen worden ist.

In den anderen Ländern sind *breit* definierte Kreditaggregate als Richtschnur für die Geldpolitik nur von begrenzter Bedeutung. In Italien, wo in der Zielsetzung für die Kreditexpansion Befürchtungen in Hinblick auf außenwirtschaftliche Folgen ihren Ausdruck finden, zeigen unterschiedliche Richtwerte für die Kreditgewährung an den öffentlichen und den privaten Sektor, daß es, um diese Ziele zu erreichen, sowohl auf die Finanz- als auch auf die Geldpolitik ankommt. Auch die meisten anderen Länder schenken der Entwicklung der Bankkredite immer noch große Beachtung; in unterschiedlichem Maße werden bei den Zielableitungen für die monetären Gesamtgrößen auch Ziele für die Kreditgewährung und die Kapitalbewegungen zwischen In- und Ausland einbezogen. In Großbritannien trugen Zufallseinflüsse bei den Bankausleihungen an den privaten Sektor und in der Deckung des Kreditbedarfs der öffentlichen Hand zu den Schwierigkeiten bei, die im vergangenen Jahr in dem Bemühen, die Geldmenge Sterling-M3 im Zielbereich zu halten, auftraten. In Deutschland und Japan ging es auf dem Markt für Bankkredite ruhiger zu: Die Zuwachsraten der gesamten Bankausleihungen an den öffentlichen wie an den privaten Sektor war im Jahre 1984 insgesamt nicht allzu hoch und entsprach in etwa jener der weit gefaßten Geldbestände. Für die Zunahme der inländischen Nettokreditaufnahme (d. h. die aus monetären Quellen gespeisten Kredite) in Frankreich trifft im großen und ganzen das gleiche zu.

#### **Zur Entwicklung der Strategien der Zielableitung und der Geldmengensteuerung**

Nichtpublizierte Zielvorgaben für die monetären Gesamtgrößen als Richtschnur für politische Entscheidungen wurden in den USA bereits in den frühen siebziger Jahren verwendet, und vor nun schon über zehn Jahren wurden in Deutschland, der Schweiz und den USA erstmals Geldmengenziele verkündet. Nur unwesentlich kürzer ist der Zeitraum, in dem in Großbritannien, Frankreich und Japan Zielvorgaben gelten. Im Laufe der Jahre, und insbesondere seit 1979, haben sich die damit verfolgten Ziele anscheinend angenähert, und im Lichte der Erfahrung sind – in einigen Ländern mehr, in anderen Ländern weniger – die Techniken revidiert worden, um Veränderungen im Finanzsystem und neuen Vorschlägen für eine bessere Zielerreichung Rechnung zu tragen. In diesem Prozeß lassen sich einige gemeinsame Entwicklungen feststellen; die benutzten Techniken sowie die mit ihnen verbundenen Probleme unterscheiden sich freilich von Land zu Land nach wie vor erheblich.

Wenngleich die Währungsbehörden im allgemeinen mehr und mehr dahin tendierten, sich hinsichtlich der Geldmengensteuerung und des Transmissionsprozesses auf Marktmechanismen zu verlassen, so waren doch die Ausgangspunkte und das Tempo, mit dem sich solcher Wandel vollzog, in den einzelnen Ländern unterschiedlich. In einzelnen Fällen mußten die Steuerungsinstrumente so angepaßt werden, daß sie auch nach einem umfassenden Abbau von Zins-, Kredit- und Wechselkurskontrollen, wie er sich aus dem Bestreben um Deregulierung ergab, wirksam

blieben. In einem größeren Kreis von Ländern sind erste Schritte unternommen worden, um den Zugang zu den Geldmärkten zu erleichtern und flexiblere Anpassungen der kurzfristigen Zinsen zu unterstützen.

*Zur Zieldefinition.* Die sich im vergangenen Jahr fortsetzenden Veränderungen im Finanzsystem (s. Kapitel III) führten in den USA und in Großbritannien dazu, daß sich die Gewichte, die einzelnen Aggregaten als Richtschnur für die Politik beigemessen wurden, weiter verschoben haben. In einigen anderen Ländern verläßt man sich hingegen seit vielen Jahren auf im wesentlichen gleich abgegrenzte Größen. Der Grund hierfür ist nicht darin zu sehen, daß es in diesen Ländern nicht zu für den Einsatz der geldpolitischen Instrumente bedeutsamen technischen Neuerungen und finanziellen Innovationen gekommen wäre, sondern vielmehr darin, daß sich die staatlichen Vorschriften und das Verhalten der Banken langsamer geändert haben. Die Brauchbarkeit bestimmter Aggregate als Zielgröße oder Indikator hängt jedenfalls nicht allein davon ab, inwieweit sie in einen präzisen Zusammenhang mit Produktion, Inflation und Zinssätzen gebracht werden können. In den USA hat die Notenbank in der Regel das größte Gewicht auf die für Transaktionszwecke gehaltenen Einlagen gelegt, die einer recht engen Steuerung über die Zinssätze zugänglich sind. Frühere Erfahrungen dort wie in Kanada, wo vor einigen Jahren eine eng abgegrenzte monetäre Zielgröße wegen der Auswirkungen finanzieller Innovationen aufgegeben werden mußte, weisen auf die Gefahr hin, daß immer dann, wenn die Nachfrage nach dem als Zielgröße verwendeten Aggregat in starkem Maße zinselastisch ist, die Zinssätze nicht weit bzw. nicht schnell genug angehoben werden, um die Nachfrage nach diesem Aggregat so wirksam zu zügeln, daß der Inflation erfolgversprechend entgegengewirkt wird. Auch ist es aus verschiedenen institutionellen Gründen immer schwieriger geworden, Transaktionseinlagen von Spareinlagen abzugrenzen.

In den meisten Ländern wird den Veränderungen von umfassenderen Geldmengengrößen Bedeutung beigemessen; diese können dazu dienen zu überprüfen, ob sich mit ihnen verknüpfte Größen (wie die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die monetäre Finanzierung des Staatshaushalts sowie Devisenzu- und -abflüsse) wunschgemäß entwickeln. In aller Regel sind Bankkredite immer noch ein wichtiger, wenn auch wenig stabiler Bestandteil der gesamten Verschuldung des privaten Sektors, und die institutionellen Gegebenheiten verlangen, daß man der Kreditmarktfinanzierung des Staates starke Beachtung schenkt. Auch Devisenzu- und -abflüsse bleiben im Rahmen eines gesteuerten Floatings relevant. Obwohl gegenwärtig nur wenige Länder die Kreditausweitung direkt zu beeinflussen suchen, kann deren Entwicklung – selbst wenn die Zinssätze das wichtigste Instrument der geldpolitischen Steuerung sind – nicht außer Betracht bleiben.

Bezüglich der Geldmengenziele hat es in den einzelnen Ländern im Laufe der Jahre nur geringfügige Veränderungen gegeben, was beispielsweise den Gebrauch von Punktzielen, Zielkorridoren oder Jahresdurchschnitten sowie die Festlegung der Zielperiode angeht. So wurden in den USA die Zielvorgaben für das Jahr 1985 grafisch erstmals sowohl in Form von „Bandbreiten“ als auch „Trichtern“ präsentiert. Dies kann sicherlich als nachrangig betrachtet werden, solange sehr kurzfristigen Veränderungen der Geldbestände nicht zuviel Bedeutung beigemessen wird. In

allen Ländern basieren die Geldmengenziele auf dem tatsächlichen Ergebnis in der vorangegangenen Zielperiode, wobei auf die letzten verfügbaren Informationen zurückgegriffen wird. Wo dies zu einer Verschiebung der Basis führt, wie im Falle der Zielvorgaben für M3 und das breit abgegrenzte Verschuldungsaggregat in den USA für das Jahr 1985, liegen die Gründe für deren Berücksichtigung auf der Hand. Kennzeichnender für die unterschiedliche Vorgehensweise in wichtigen Ländern ist möglicherweise das Ausmaß, in dem weniger konjunkturelle Entwicklungen als vielmehr trendmäßige Veränderungen in die Zielableitung Eingang finden und bei der Interpretation der laufenden monetären Entwicklung von den Währungsbehörden und der Öffentlichkeit beachtet werden.

*Direkte Kreditkontrollen* gibt es in den meisten Industrieländern nicht mehr. Die in Japan und Frankreich bestehenden Systeme sind vor kurzem merklich verändert worden.

In *Frankreich* hatte es seit mehr als einem Jahrzehnt ein recht rigides System von Kredithöchstgrenzen gegeben, die für die einzelnen Banken monatlich festgelegt wurden, wobei bestimmte Arten von Kredit aufgrund komplizierter Sonderregelungen privilegiert waren. Im Januar dieses Jahres ist dieses System durch neue Vorschriften ersetzt worden, die den Banken mehr Freiheit in ihrer Geschäftspolitik geben und es ihnen erlauben, verstärkt miteinander zu konkurrieren. Nach den neuen Bestimmungen unterliegt die Kreditgewährung des Bankensystems insgesamt, sofern sie aus monetären Quellen gespeist wird, genauer Beobachtung durch die Behörden. Einzelnen Banken steht es frei, ihren Marktanteil zu vergrößern, indem sie Kapitalerhöhungen vornehmen, Wertpapiere ausgeben oder bereit sind, in Relation zu ihrer Kreditgewährung bei der Bank von Frankreich unverzinsliche Reserven zu halten. Diese Reservesätze steigen mit zunehmenden Ausleihungen stark progressiv an; je nach voraussichtlicher monetärer Expansion können hier allerdings gewisse Zugeständnisse gemacht werden. Die sich auf bestimmte Arten von Kredit beziehenden Sonderregelungen, die das vorangegangene System arbeitsunfähig gemacht hatten, wurden abgeschafft. Nach den neuen Bestimmungen werden zunächst 70% der privilegierten Kredite als Kreditausweitung gewertet. Um die Kreditgewährung und die Veränderungen der entsprechenden Finanzierungskosten enger zu verbinden, ist nunmehr eine zeitnahe Berechnung der Mindestreserven vorgeschrieben.

In *Japan* hat sich das System der Kreditplafonds („window guidance“) in den beiden letzten Jahren von einer strikten Kreditkontrolle dahingehend entwickelt, daß die Notenbank nunmehr zum Ausdruck bringt, wie sich die Kreditexpansion auf kürzere Sicht vollziehen dürfte. Hinsichtlich der Geldmengensteuerung verläßt man sich bereits seit längerem immer weniger auf die Kreditplafondierung, denn der Unternehmenssektor wurde tendenziell immer liquider, und der Anteil der Banken an der Kapitalaufbringung ist zurückgegangen. Angesichts des Aufbaus von Geldmärkten, zu denen auch Nichtbanken Zugang haben, kann man sich hinsichtlich des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik bis zu einem gewissen Grad auf Veränderungen im Niveau der Geld- und Kapitalvermittlung verlassen, die durch veränderte Relationen zwischen den Geldmarktsätzen einerseits und den nicht so flexiblen Einlagenzinsen andererseits hervorgerufen werden. Sofern die Freigabe der Einlagenzinsen weiter fortschreitet und neue Instrumente zugelassen werden, kann

auf längere Sicht damit gerechnet werden, daß die Effektivität der Geldpolitik in verstärktem Maße von der Zinselastizität der Ausgaben abhängt.

Mit den im letzten Jahr angekündigten Veränderungen, die teilweise mit der Öffnung der Finanzmärkte gegenüber dem Ausland zu tun hatten, ist die Ausgabe von Einlagenzertifikaten weiter liberalisiert worden sowie die Zulassung von Geldmarktzertifikaten erfolgt, und die Grenzen für den Umtausch ausländischer Währungen in Yen durch die im Devisenhandel tätigen Banken sind beseitigt worden; darüber hinaus sind Devisentermingeschäfte erleichtert worden, was Banken und Nichtbanken einen wesentlich größeren Spielraum für die Handhabung ihrer finanziellen Verpflichtungen und Forderungen gegeben hat. Im Endergebnis sind die internationalen Zinsparitäten für den Yen wesentlich stabiler gewesen. Der Prozeß der Deregulierung ist stufenweise vorangeschritten und hat die Aussagekraft der Geldmenge  $M2 + CDs$  als Richtlinie für die Geldpolitik nicht beeinträchtigt. Eine weitere Liberalisierung der Einlagenzinsen erfordert freilich die Zusammenarbeit mit dem Postsparsystem und eine Übereinkunft, die den kleineren Banken die Übergangsprobleme erleichtert.

In vielen Ländern muß letztlich die *staatliche Schuldenpolitik* als ein Instrument der Geldpolitik dienen. Zwar kaufen die Banken in der Regel keine langfristigen Staatstitel, sie decken aber den verbleibenden Kreditbedarf der öffentlichen Hand, indem sie Schatzwechsel erwerben oder auf anderem Wege Mittel zur Verfügung stellen. Um die Auswirkungen der öffentlichen Verschuldung auf die monetäre Entwicklung und die Zinssätze zu begrenzen, gibt es neuerdings in einigen wenigen größeren Ländern Vorschriften über die Zusammensetzung des Portefeuilles von finanziellen Institutionen. In einigen Ländern räumen steuerliche Vergünstigungen oder Zinsvorschriften den von der öffentlichen Hand ausgegebenen Titeln immer noch eine Vorrangstellung ein.

In *Großbritannien* hat der Nettoabsatz von öffentlichen Schuldtiteln an inländische Nichtbanken in den letzten Jahren den gesamten Kreditbedarf des öffentlichen Sektors im Schnitt übertroffen – ein Tatbestand, der als „overfunding“ bekannt geworden ist. Insbesondere Lebensversicherungsunternehmen und Pensionsfonds haben in erheblichem Maße Staatstitel erworben. Dies geschah in einer Situation, in der die Ausleihungen der Banken an den privaten Sektor sehr viel rascher expandierten, als dies dem offiziellen Richtwert für Verpflichtungen der Banken in Sterling- $M3$  entsprochen hätte, und in der die Banken nicht in größerem Umfang langfristige Papiere herausgegeben haben. Anspannungen am Geldmarkt, wie sie mitunter aufgetreten sind, wurde dadurch entgegengewirkt, daß die Bank von England von den Kreditinstituten Handelswechsel ankauft, nachdem die Bestände der Banken an Schatzwechseln aufgebraucht worden waren. Zu diesem Zweck sind von der Notenbank teilweise auch die Erträge der bei ihr vom Schatzamt unterhaltenen Einlagen eingesetzt worden. Das angewendete Instrument ist zum Teil auch bezeichnend für die „marktorientierte“ Einstellung, wie sie in der 1981 vorgenommenen Neuregelung der offiziellen Geldmarktsteuerung zum Ausdruck kommt. Wechselankäufe in einem so großen Umfang, daß die Struktur der Geldmarktsätze beeinflußt wird, könnten allerdings die Kreditgewährung und die Geldbestände verzerren, indem Arbitragegeschäfte – Verschuldung von



Nichtbanken über Wechsel zur Bildung von Einlagen – lohnend werden. Auch sind Befürchtungen laut geworden, daß die von Regierung und Notenbank gemeinschaftlich vorgenommene Fristentransformation für das Schatzamt netto mit Kosten verbunden sein könnte, wenn die langfristigen Zinsen im Schnitt über den kurzfristigen liegen; wichtiger ist, daß Rückwirkungen auf die Zinsstruktur nicht auszuschließen sind, was möglicherweise die Unternehmen im nichtfinanziellen Sektor davon abhält, ihre finanziellen Verpflichtungen zu konsolidieren.

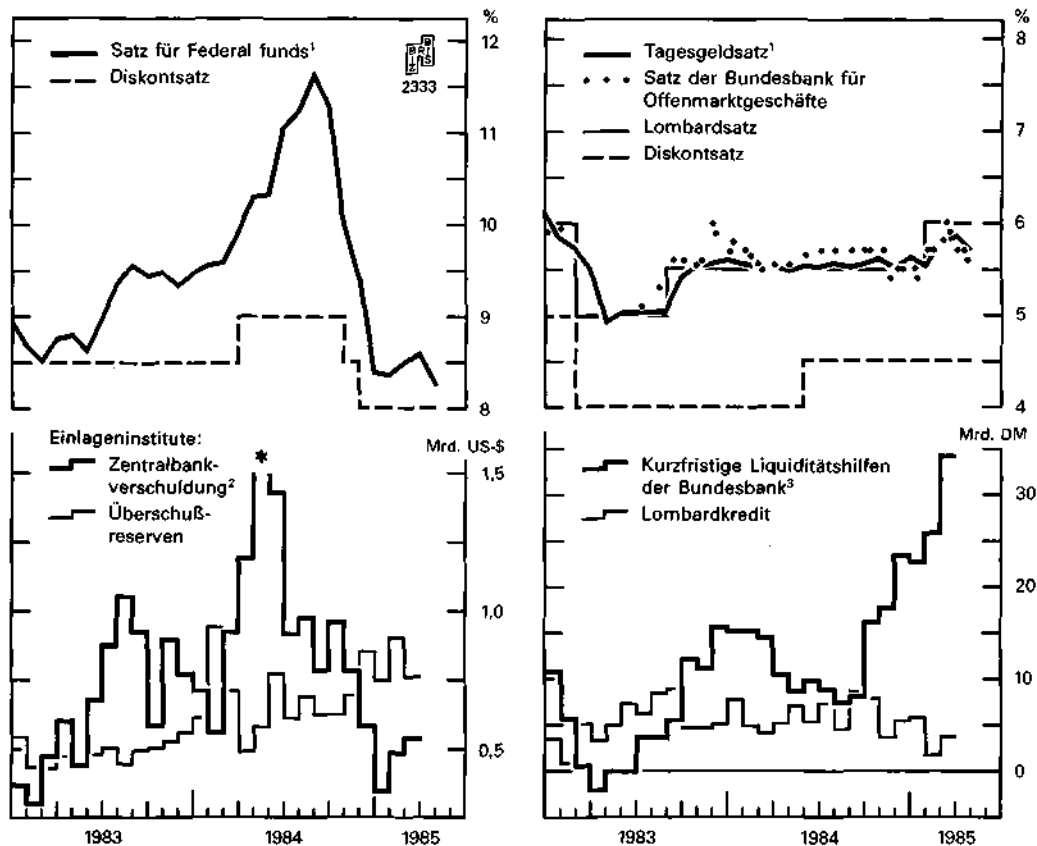
Vieles, was diese Situation kennzeichnet, ist auch andernorts anzutreffen. Rückläufige Nettoausleihungen des Bankensystems an den Staat waren zeitweise in den Niederlanden zu verzeichnen, wo eine Politik betrieben wurde, die darauf zielte, die öffentliche Verschuldung über Geldschöpfung zu begrenzen. Forderungen gegenüber dem privaten Sektor sind in Japan und in vielen kontinentaleuropäischen Ländern schon seit langem ein wichtiger Bestandteil der Aktiva der Währungsbehörden. In Deutschland, den Niederlanden, der Schweiz und in Kanada unterhält die Regierung traditionell Nettoguthaben bei der Zentralbank; über Verlagerungen dieser Mittel in den Markt kann man in Deutschland und Kanada den Geldmarkt steuern. Von größerer Bedeutung ist, daß in den letzten Jahren nur in wenigen Ländern die nichtfinanziellen Unternehmen in größerem Umfang Anleihen begeben haben; freilich haben ihnen in vielen Fällen auch andere Alternativen zu kurzfristigen Bankkrediten offengestanden. In Großbritannien wurden in Zusammenhang mit der Verabschiedung des Budgets in diesem Jahr erste Schritte unternommen, um die Ausgabe von Industrieschuldverschreibungen mit Laufzeiten zwischen einem Jahr und fünf Jahren zu erleichtern. Ob auch der jüngste Anstieg der kurzfristigen Zinsen dazu beitragen wird, die Verschuldungsstruktur des öffentlichen und privaten Sektors zu verändern, ist noch offen.

In einigen anderen Ländern sah sich das staatliche Schuldenmanagement vor das traditionelle Hauptproblem gestellt, nämlich die Liquiditätswirkungen des hohen Kreditbedarfs der öffentlichen Hand in Grenzen zu halten. In *Italien* trug zu einer effektiveren monetären Kontrolle bei, daß die Regelung, wonach die Notenbank Staatstitel, die nicht beim Publikum oder bei den Banken untergebracht worden waren, in ihr Portefeuille übernahm, 1981 ausgelaufen ist. Im Laufe der Jahre hat sich freilich bei den Nichtbanken ein hoher Bestand an kurzfristigen Schatzpapieren und Staatstiteln mit variablen Zinssätzen herausgebildet. In *Belgien* haben der Zuwachs der von den Banken gehaltenen kurzfristigen Staatspapiere und bisweilen auch der Liquiditätseffekt der staatlichen Auslandsverschuldung einen deutlichen Einfluß auf die Geldpolitik gehabt. In *Schweden*, wo in den vergangenen Jahren eine Reihe neuer Verschuldungsinstrumente für die öffentliche Hand entwickelt worden ist, wurden die für Versicherungsgesellschaften geltenden Anlagevorschriften im September 1984 geändert und auf den Nationalen Pensionsfonds ausgedehnt. Die diesbezüglichen Richtsätze, die zuvor angegeben hatten, wie hoch der Nettobestand an zur Finanzierung des öffentlichen Sektors, des Wohnungsbaus und der Landwirtschaft aufgelegten „Prioritätsanleihen“ mindestens sein mußte, beziehen sich nun auf den vierteljährlichen Bruttoerwerb bei der Nationalen Schuldenverwaltung.

Was die mehr indirekt wirkenden Instrumente angeht, so hat es in den letzten Jahren hinsichtlich der *Geldmarktsteuerung* in vielen Ländern größere Veränderun-

gen gegeben. In den *Vereinigten Staaten* sollten die 1979 eingeführten Techniken eine genauere Steuerung der Bankreserven gestatten, wurden aber seit Mitte 1982 nicht mehr so strikt angewandt. Die aktuelle Berechnung der Reserven ist im Februar 1984 eingeführt worden. Zum gleichen Zeitpunkt wurde die Reserveperiode auf zwei Wochen ausgedehnt, mit dem Ergebnis, daß der Federal-funds-Satz nun empfindlicher und schneller auf die Renditeerwartungen der Banken reagiert. Mit den seit 1982 angewendeten Verfahren tendierte die amerikanische Notenbank auf kürzere Sicht dazu, die Bereitstellung von „nicht geborgten Reserven“ so vorzunehmen, daß die Kreditaufnahme bei der Federal Reserve (bzw. – mehr technisch ausgedrückt – die freien Reserven) in einer gewissen Bandbreite gehalten und der Federal-funds-Satz stabilisiert wird. Im vergangenen Jahr jedoch hat sich der Zusammenhang zwischen Federal-funds-Satz und Kreditaufnahme bei der Notenbank abgeschwächt. Im Frühjahr des Jahres 1984 stieg die Zentralbankverschuldung im Vorfeld von Maßnahmen der amerikanischen Notenbank, mit denen die Bankreserven der Kreditinstitute abgebaut werden sollten. Als die Geldpolitik

#### Geldmarktindikatoren



\* Beeinflusst durch die einer größeren Bank als Sofortmaßnahme gewährte Liquiditätshilfe.

<sup>1</sup> Monatsdurchschnitte. <sup>2</sup> Kreditaufnahme bei den Banken der Federal Reserve, ohne Prolongationen. <sup>3</sup> Offenmarktgeschäfte in Wertpapieren mit Rückkaufsvereinbarung sowie Devisenwap- und -pensionsgeschäfte.

sodann nurmehr darauf zielte, das Niveau der Kreditaufnahme bei der Notenbank zu stabilisieren, nahm der Federal-funds-Satz weiter rasch zu, fiel später aber wieder, noch bevor die Politik gelockert wurde. Die Liquiditätslage war immer noch ziemlich entspannt, als die Funds-Rate zu Beginn des Jahres 1985 erneut stieg. Angesichts der weitverbreiteten Ansicht, daß die Stärke der Wirtschaftsaktivität Auswirkungen auf die Notenbankpolitik haben würde, scheint der Markt die geldpolitischen Entscheidungen vorweggenommen und so zu der rechtzeitigen Anpassung der Zinsen mit beigetragen zu haben. Es ist allerdings möglich, daß der Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Sommer 1984 zum Teil die Unsicherheiten auf den Finanzmärkten widerspiegelte.

Anderorts waren die Bemühungen mehr darauf gerichtet, daß die Zinsen flexibler reagieren und dem Steuerungsmechanismus nutzbarer gemacht werden können. In *Japan* hängt der Tagesgeldsatz stärker von Angebot und Nachfrage ab, seit seine offizielle Festsetzung im Jahr 1979 aufgegeben worden ist. Gegenwärtig werden Schritte unternommen, um den Bereich der offenen Märkte zu vergrößern, in dem die Bank von Japan wirkungsvoll intervenieren kann. Die Errichtung eines Marktes für auf Yen lautende Bankakzepte ist bereits angekündigt worden, und auch die Schaffung eines funktionierenden Marktes für Schatzwechsel, wie sie zur Zeit diskutiert wird, läge auf der Linie einer sich zunehmend auf den Zinsmechanismus stützenden Geldpolitik. In *Großbritannien* wurde die fortlaufende Festsetzung des Mindestsatzes für Ausleihungen 1981 im Zuge größerer (in früheren Berichten beschriebener) Veränderungen der Steuerungstechniken aufgegeben, die darauf zielten, das Spiel der Marktkräfte bei der Bestimmung der kurzfristigen Zinsen stärker zum Tragen kommen zu lassen. In *Belgien* hat die Nationalbank im Mai dieses Jahres verkündet, daß der Diskontsatz künftig wöchentlich in Relation zum Zinssatz von dreimonatigen Schatzanweisungen festgesetzt werden wird. In *Kanada* gibt es einen solch variablen, an den Satz von Schatzwechseltender geknüpften Diskontsatz bereits seit dem Jahre 1980.

In *Deutschland* hat es nicht so weitreichende Veränderungen gegeben; jedoch ist wie in den anderen Ländern verstärkt von Instrumenten der Offenmarktpolitik Gebrauch gemacht worden (darunter Wertpapierpensionsgeschäfte, Devisenswaps und sonstige spezielle Liquiditätshilfen, die eine Feinsteuerung des Geldmarktes erlauben). Vor dem Hintergrund einer weitaus gefestigteren monetären Lage im Inland stellte die Bundesbank im vergangenen Jahr die den Banken bis dahin befristet gewährten Liquiditätshilfen auf eine dauerhaftere Basis, indem sie im Juli die Rediskontkontingente an hob. Danach wurden außenwirtschaftliche Überlegungen insoweit einbezogen, als auf reversible Art und Weise, nämlich über Wertpapierpensionsgeschäfte zu einem Satz knapp über dem Lombard, Zentralbankguthaben angeboten wurden. Im Dezember wurden Mittel zum Lombardsatz offeriert, aber die Inanspruchnahme des Lombardkredits seitens der Banken blieb hoch und wuchs Anfang des Jahres 1985 noch weiter, als es vor dem Hintergrund des steigenden Dollarkurses zu Unsicherheiten über die künftige Zinsentwicklung kam. Unter diesen Umständen erhöhte die Bundesbank in einem neuen Anlauf den Lombardsatz und führte den Geldmarktsatz über Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung auf ein Niveau unterhalb des Lombards zurück. Die Lombardverschuldung der Banken wurde daraufhin schnell abgebaut, obwohl die Zinsentwicklung wegen

der Liquiditätswirkungen offizieller Devisenmarktinterventionen eine Zeitlang verzerrt war. Auf längere Sicht dürfte die neue Zinsstruktur sicherstellen, daß die Rolle des Lombardkredits begrenzt bleibt, und es sollte der Bundesbank möglich sein, die Geldmarktsätze so flexibel wie erforderlich zu steuern.

### Wechselkursziele und Zinsentwicklung

*Kurzfristige Zinsen.* Die Geldmarktsätze in den größeren Industrieländern sind in starkem Maße von dem Bestreben der Währungsbehörden beeinflusst worden, die von ihnen gesetzten monetären Ziele zu erreichen. In zunehmendem Maße haben sich aber auch die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der wirtschaftlichen und politischen Entwicklung im Inland wie im Ausland ausgewirkt. Insbesondere die Ereignisse in den USA sowie die als Reaktion hierauf erwarteten Maßnahmen der heimischen Währungsbehörden haben die Stimmung an den Geldmärkten in den meisten Industrieländern weiterhin beeinflusst. Gleichwohl gab es natürlich deutliche Unterschiede in der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen an den einzelnen wichtigen Bankplätzen. Diese müssen größtenteils darauf zurückgeführt werden, daß wegen früherer Erfahrung das Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft der währungspolitischen Instanzen, einen an der Stabilität des Preisniveaus orientierten Kurs zu steuern, nicht überall gleich ausgeprägt war.

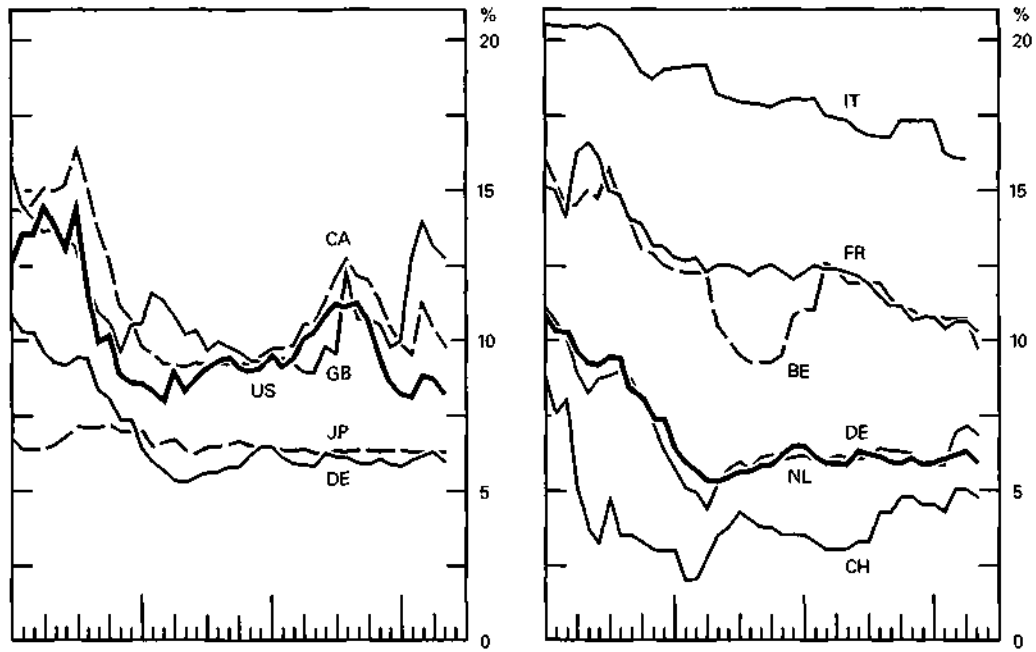
In *Deutschland* und *Japan* wurden die kurzfristigen Zinsen von den im Verlauf des vergangenen Jahres zunächst steigenden und dann wieder fallenden Geldmarktsätzen in den *Vereinigten Staaten* kaum beeinflusst. Aufgrund dieser abweichenden Entwicklung kam es im Endeffekt zu einer nachhaltigen Abwertung der D-Mark und des Yen gegenüber dem US-Dollar. An den Märkten blieb man gleichwohl davon überzeugt, daß die Auswirkungen auf das heimische Preisniveau begrenzt bleiben würden und daß die Geldpolitik, die in erster Linie darauf zielte, das Wachstum der inländischen Geldbestände zu kontrollieren, auf dem richtigen Kurs war und die Inflation würde unter Kontrolle halten können.

In *Großbritannien* gab die Entwicklung der Geldbestände und der Kreditgewährung verschiedentlich Anlaß zur Sorge. Vor dem Hintergrund der nachgebenden Ölpreise und des langandauernden Streiks der Bergarbeiter kam es anscheinend zu Unsicherheiten über die Einstellung der Währungsbehörden zum Wechselkurs des Pfund Sterling. Offensichtlich griff die Ansicht um sich, daß die zuständigen Instanzen in ihrem Bemühen, die Zinsen zu senken, schneller vorangegangen waren, als dies unter Berücksichtigung binnen- wie außenwirtschaftlicher Faktoren angemessen gewesen wäre. Um das Vertrauen wiederherzustellen, waren kräftige Anpassungen der kurzfristigen Zinsen erforderlich.

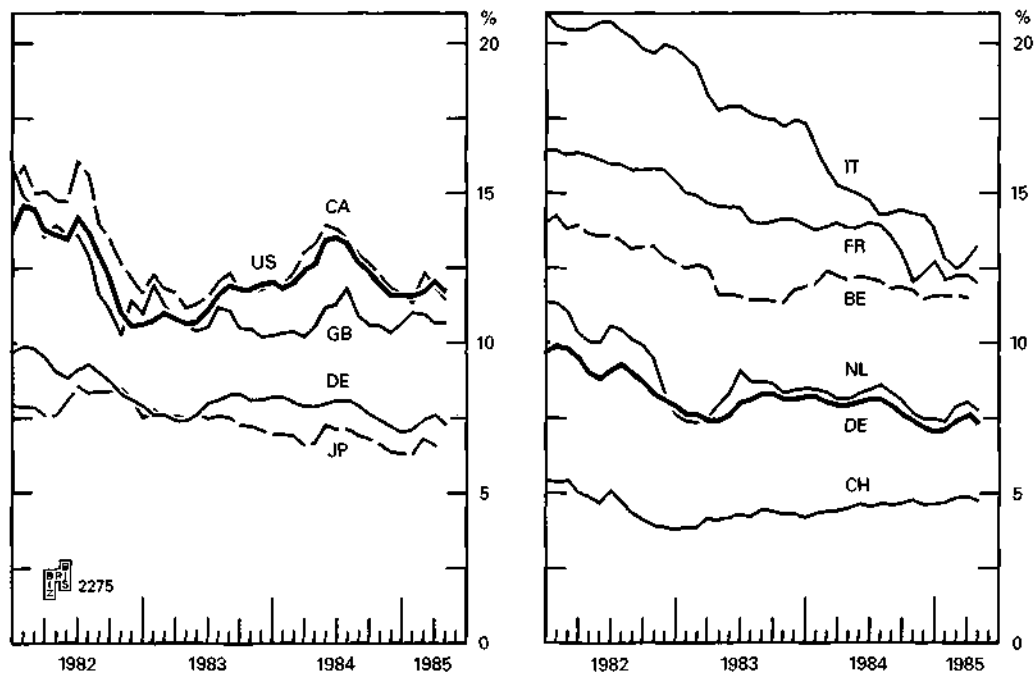
In *Kanada* versuchten die Behörden zu Beginn des Jahres 1984, die inländischen Geldmarktsätze vor dem Einfluß der steigenden Zinsen in den USA abzusichern. Zur gleichen Zeit war man bemüht, die damit einhergehende Abwertung des kanadischen Dollars durch Interventionen an den Devisenmärkten in Grenzen zu halten. Angesichts der jüngsten Erfahrungen mit hohen Inflationsraten in Kanada und der engen Verbindung zwischen den Finanzmärkten der USA und Kanada kam es hier jedoch zu einem Zielkonflikt. Es war deshalb sehr zu bezweifeln,

# Kurz- und langfristige Zinsen

Geldmarktsätze<sup>1</sup>



Anleiherenditen<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Ausgewählte typische Zinssätze. Italien: Sichteinlagen unter Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen unter Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: verschiedene Geldmarktpapiere mit einer Laufzeit von drei Monaten. <sup>2</sup> Ausgewählte typische Zinssätze. Deutschland, Frankreich und Italien: öffentliche Anleihen; übrige Länder: Staatsanleihen.

ob es gelingen könnte, über eine geringfügige Abwertung des kanadischen Dollars eine dauerhafte Zinsdifferenz gegenüber den USA zu schaffen; jedenfalls war ein solcher Versuch mit großen Risiken behaftet. In der Tat mußten in der Folge die kurzfristigen Zinsen in Kanada über das entsprechende Niveau in den USA angehoben werden, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Auch in *Schweden* wurden die Geldmarktsätze zu Beginn des Jahres 1984 in Relation zu den kurzfristigen US-Zinsen zunächst zurückgeführt; als dann jedoch Kapitalabflüsse an die Stelle von Kapitalzuflüssen traten, stiegen sie über das Zinsniveau vergleichbarer Dollaranlagen.

Die währungspolitischen Zwänge änderten sich im vergangenen Jahr in den Ländern, die eine an der D-Mark orientierte Wechselkursstrategie verfolgen, dadurch, daß die D-Mark gegenüber dem Dollar vergleichsweise schwach notierte. Angesichts des Rückgangs der zuvor hohen Inflationsraten war es in *Frankreich*, *Italien* und *Belgien* möglich, die kurzfristigen Zinsen allmählich zu senken. Allerdings war man bestrebt, einen im Vergleich zur inländischen Inflationsrate zu starken Rückgang zu verhindern. Als nicht mehr mit Wechselkursanpassungen im Europäischen Währungssystem – wie sie von der Veränderung der Wettbewerbsposition her gesehen vielleicht geboten gewesen wären – gerechnet wurde, führten die vergleichsweise hohen kurzfristigen Nominalzinsen zu Kapitalzuflüssen. Die daraus resultierende Stärke der Währungen dieser Länder trug dazu bei, Druck auf ihre Inflationsraten auszuüben. In *Belgien*, wo sich relativ unattraktive Anleiherenditen in Nettoabflüssen langfristigen Kapitals niederschlugen, mußten die Geldmarktsätze so hoch gehalten werden, daß sie einen genügenden Anreiz für die kurzfristige Anlage privater Mittel darstellten – und dies, obwohl die öffentliche Hand sich weiter im Ausland verschuldete. In *Italien* kam es in der zweiten Jahreshälfte 1984 zu einem ungewöhnlichen wirtschaftspolitischen Problem, als Kapitalzuflüsse aufgrund des Zinsgefälles bei zunehmend defizitärer Leistungsbilanz zu einer raschen Expansion der Geldmenge führten.

In den *Niederlanden*, in denen die Inflationsraten und die Nominalzinsen relativ niedrig waren, schwächte sich der Gulden trotz des hohen Überschusses in der Leistungsbilanz gegenüber den übrigen europäischen Währungen ab. Um ihn zu stärken, wurde der Diskontsatz zu Beginn des Jahres 1985 von 5 auf 5½% heraufgesetzt.

Auch in der *Schweiz* trug – trotz einer in erster Linie auf die Kontrolle der Notenbankgeldmenge ausgerichteten Politik – die Abschwächung des Schweizer Frankens – nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber den meisten anderen europäischen Währungen – zum Anstieg der Geldmarktsätze im Jahre 1984 und zu Beginn des Jahres 1985 bei. Gleichwohl blieben die Zinssätze in der Schweiz, von der absoluten Höhe her gesehen und in Relation zur äußerst moderaten Inflationsrate, sehr niedrig. Die Abwertung des Schweizer Frankens gegenüber den übrigen europäischen Währungen kann als Korrektur gesehen werden, die der vorangegangenen starken Aufwertung gefolgt ist. Freilich zeigten sich Anfang 1985 erste Rückwirkungen auf das inländische Preisniveau.

Die ungewöhnliche Wechselkurskonstellation im Europäischen Währungssystem schlug sich in der Ab- bzw. Zunahme der Nettoauslandsaktiva der Zentralbanken nieder. In *Frankreich*, *Italien* und *Belgien* wurde die relative Stärke der

Einflüsse auf das Zentralbankgeld und die kurzfristigen Zinssätze

Position/Zeitraum	Japan	Deutsch- land (BR)	Frank- reich	Belgien	Nieder- lande	Schweiz	Italien
Veränderung in Prozent der Zentralbankgeldmenge zu Beginn der Periode <sup>1</sup>							
<b>Nettoauslandsaktiva der Zentralbank<sup>2</sup></b>							
1982 .....	- 9,9	1,0	-26,4	- 9,8	20,4	6,2	- 7,7
1983 .....	- 0,3	- 1,2	3,3	- 5,8	- 1,6	5,1	10,6
1984 1. Quartal .....	0,1	2,7	0,9	- 9,3	- 1,9	5,0	- 2,7
2. Quartal .....	- 0,5	0,7	3,5	13,0	5,8	2,4	3,2
3. Quartal .....	- 0,6	- 2,4	9,7	11,4	0,7	0,8	2,6
4. Quartal .....	0,0	- 3,0	2,7	1,9	- 1,9	0,9	2,1
1985 1. Quartal .....	- 0,5	- 6,3	.	.	- 5,3	8,4	.
<b>Kurzfristige Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbank<sup>3</sup></b>							
1982 .....	7,2	0,2	42,2	- 0,2	-12,9	9,7	0,3
1983 .....	10,2	2,5	-10,9	- 0,3	12,7	2,1	- 2,0
1984 1. Quartal .....	- 7,3	- 1,2	- 1,6	3,6	9,3	- 4,5	8,7
2. Quartal .....	-12,0	- 1,9	- 3,3	- 4,1	-14,7	- 0,9	- 3,9
3. Quartal .....	8,4	0,8	0,1	-15,3	- 6,0	2,4	- 2,9
4. Quartal .....	14,2	6,3	- 3,2	- 2,2	10,6	9,4	0,2
1985 1. Quartal .....	-12,0	4,6	.	.	2,6	- 6,7	.

<sup>1</sup> Um Veränderungen in der Bewertung bereinigte Stromgrößen, zum Teil eigene Schätzungen. Deutschland, Frankreich und Schweiz: auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tageswerten; andere Länder: Monatsendstände. <sup>2</sup> Ohne zur Beeinflussung der Bankenliquidität getätigte Devisenswapgeschäfte. Japan: Geschäfte des Devisenfonds. <sup>3</sup> Lombard- und (außer für Deutschland) Diskontkredite, Devisenswaps, Wertpapierpensionsgeschäfte und Sonderkredite zu Marktzinsen; Schweiz: ohne Liquiditätshilfen am Monatsende.

heimischen Währung dazu genutzt, einen Teil der früheren Verluste an Devisenreserven auszugleichen, während in den Niederlanden der Rückgang der Währungsreserven teilweise die Schwäche des Guldens gegenüber den anderen europäischen Währungen widerspiegelte. Die Deutsche Bundesbank verkaufte gegen Ende 1984 und zu Beginn des Jahres 1985 in beachtlichem Ausmaß US-Dollars. Im Gegensatz hierzu haben sich die Währungsreserven Japans und der Schweiz im vergangenen Jahr kaum verändert. In Kanada und Großbritannien kam es 1984 und zu Beginn dieses Jahres zu einem Reservenabbau. Veränderungen der Nettoauslandsaktiva der Notenbanken hatten dort, wo sie auftraten, nur geringe Auswirkungen auf die Verfassung des Geldmarktes, denn sie wurden großenteils durch gegenläufige Bewegungen der inländischen Aktiva der Währungsbehörden ausgeglichen. Bei Operationen dieser Art wurde von den betroffenen Notenbanken in großem Umfang von jenen kurzfristigen Marktinstrumenten Gebrauch gemacht, die in den letzten Jahren so in den Vordergrund gerückt sind.

Daß die Geldpolitik trotz der ihr aus der Schwäche der anderen Währungen gegenüber dem US-Dollar erwachsenen Zwänge handlungsfähig geblieben ist, ist teilweise mit der Schwäche der internationalen Rohstoffpreise zu erklären. Die weitere Aufwertung des Dollars gegen Ende 1984 und Anfang 1985 hat deutlich werden lassen, daß der bisherige Erfolg einiger Länder bei der Inflationseindämmung gefährdet sein könnte; dem versuchten diese dadurch zu begegnen, daß sie am Devisenmarkt mit dem Ziel intervenierten, spekulationsbedingten Wechselkursbewegungen entgegenzuwirken. Unter den gegebenen Umständen konnte man freilich nicht an einen grundlegenden Kurswechsel in der Geldpolitik denken, nachdem der bisherige Kurs der wirtschaftlichen Erholung so mühevoll den Weg geebnet hatte.

*Langfristige Zinsen.* In den *Vereinigten Staaten* wurde die Entwicklung der langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr weiterhin stark vom gegenwärtigen und künftigen Kreditbedarf der Bundesregierung bestimmt. Die Einschätzung der Finanzmärkte hat sich im Verlauf des Jahres freilich in anderer Hinsicht mehrmals merklich geändert. Der Anstieg der Anleiherenditen im ersten Halbjahr 1984 und ihr anschließender Rückgang spiegelten Veränderungen in der Stärke der Kreditnachfrage wider. Der plötzliche Umschwung im Juli, der einem Rückgang der kurzfristigen Zinsen vorausging und dem sich ein erneuter Anstieg des Dollarkurses anschloß, dürfte ein Zeichen für schwindende Inflationserwartungen gewesen sein.

Die Anleiherenditen in den anderen Ländern wurden im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres bis zu einem gewissen Grad vom Anstieg der Renditen in den USA beeinflusst. Sobald dann die langfristigen Zinsen in den USA nachzugeben begannen, stiegen die Anleihenkurse in vielen Ländern, womit sich bestätigte, daß gesunkene Inflationsraten, die fortgesetzte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und die verbesserte Zahlungsbilanzsituation niedrigere Renditen rechtfertigten. Der Zinssenkungsprozeß am langen Ende des Marktes wurde dadurch unterstützt, daß *Deutschland* und *Frankreich* im Herbst ankündigten, sie würden den USA bei der Abschaffung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte von Gebietsfremden aus inländischen Rentenwerten folgen, und daß andere Länder ähnliche Schritte erwogen.

Die zeitweise relative Schwäche des Rentenmarktes in *Großbritannien* spiegelte hauptsächlich die Spannungen an den Geld- und Devisenmärkten wider, wohingegen in *Frankreich* veränderte Renditeerwartungen Anfang Dezember zu vorübergehender Unruhe an den Kapitalmärkten führten. Die langfristigen Zinsen in der *Schweiz* stiegen im Verlauf des vergangenen Jahres etwas an, wurden aber von den Entwicklungen an den anderen Märkten kaum beeinflusst.

Zu Beginn des Jahres 1985 standen die langfristigen Zinsen in nahezu allen Ländern unter Druck. Vielerorts dürften sich hierin Befürchtungen hinsichtlich der inflationären Auswirkungen einer weiteren Dollaraufwertung sowie die Spekulation darüber, ob eine straffere Geldpolitik zu erwarten sei, niedergeschlagen haben. In den *Vereinigten Staaten* wurde offensichtlich, daß eine baldige, substantielle Rückführung des Haushaltsdefizits nicht sehr wahrscheinlich war und die Geldpolitik die Defizite nicht akkommodieren würde. Im Ergebnis mußte also, solange sich der Wirtschaftsaufschwung fortsetzen würde, mit weiterhin hohen Realzinsen gerechnet werden.

*Realzinsen.* In Relation zu den laufenden Inflationsraten gingen die langfristigen Zinsen in den USA, Kanada und Italien in dem Zeitraum von Anfang 1984 bis Anfang 1985 leicht zurück, während sie in dieser Zeit in *Großbritannien* und *Frankreich* anstiegen. Verglichen mit früheren Erfahrungen, in welcher Konjunkturphase auch immer, haben sich diese Zinssätze in Nordamerika und *Großbritannien* auf einem hohen Niveau gehalten. In den meisten übrigen Ländern sind ebenfalls weiterhin – wenn auch nicht außergewöhnlich – hohe langfristige Realzinsen zu verzeichnen. Allerdings können die Inflationserwartungen hin und wieder von den aktuellen Preissteigerungsraten abweichen, insbesondere dann, wenn die Teuerung starken Schwankungen unterliegt. Vielleicht wird zur Zeit auch noch nicht voll



Langfristige Realzinsen\*

Zeitraum	USA	Kanada	Japan	Großbritannien	Deutschland (BR)	Frankreich	Italien	Belgien	Schweiz
Periodendurchschnitte in Prozent p.a.									
1965–69 .....	1,8	2,6	2,1	3,1	4,7	3,2	4,3	3,2	1,0
1970–74 .....	0,7	1,8	–3,4	1,0	3,2	1,3	–0,7	1,0	–1,3
1975–79 .....	0,3	0,4	0,5	–2,2	3,0	0,5	–3,2	1,3	1,6
1980–84 .....	4,9	4,6	4,1	2,9	4,2	3,6	1,1	5,2	0,3
1983 .....	8,1	5,9	5,6	6,2	4,6	4,9	2,9	4,1	1,2
1984 .....	8,2	8,4	4,5	5,8	5,4	5,7	4,2	5,6	1,6
1985 1. Quartal .....	8,2	8,2	4,6	5,4	5,0	5,8	4,1	6,2	1,0

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

darauf vertraut, daß die Stabilitätserfolge von Dauer sind. Freilich bestätigen alternative Methoden zur Messung der Realzinsen, die auf offiziellen Inflationsprognosen, Umfrageergebnissen bezüglich der Preiserwartungen sowie Zeitreihenanalysen beruhen und die auch nur von begrenzter Aussagekraft sind, im großen und ganzen die Ergebnisse, wie sie – basierend auf der einfacheren Vorgehensweise – in der obenstehenden Tabelle ausgewiesen sind.

In den langfristigen Realzinsen schlägt sich in der Regel ein gut Teil der für die meisten Investitionsentscheidungen wichtigen Erwartungen nieder. Es ist weitgehend anerkannt, daß unter den gegenwärtigen Bedingungen der Schlüssel zur Erklärung des ungewöhnlichen Drucks auf die Realzinsen in den Entwicklungen in den USA gesucht werden muß. Die Robustheit der dortigen privaten Investitionen scheint ein Zeichen für die zumindest in einigen Industriezweigen der USA hohe Kapitalrentabilität zu sein. Nur wenige Beobachter sind jedoch davon überzeugt, daß dies die Höhe der Realzinsen schon zur Gänze erklärt. Überdies gibt es bisher kaum Hinweise darauf, daß das längerfristige Wachstumspotential der Volkswirtschaft erheblich gestiegen ist.

Kaum einzusehen ist ferner, daß die Geldpolitik für die Erklärung fortdauernd hoher langfristiger Ex-ante-Realzinsen von wesentlicher Bedeutung sein soll. Das gegenwärtige und erwartete monetäre Umfeld, wie es von der Geldpolitik gestaltet wird, ist direkt sowie über die Beeinflussung der Inflationserwartungen ein Faktor für die langfristigen Nominalzinsen. In den letzten Jahren hat die Geldpolitik zur Schaffung stabiler finanzieller Verhältnisse beigetragen, unter denen es unwahrscheinlicher ist als in der Vergangenheit, daß die Realzinsen für längere Zeit negativ sind. Man hätte wohl erwarten können, daß abnehmende Inflationserwartungen allmählich einen entsprechenden Rückgang der Nominalzinsen möglich machen würden. Im vergangenen Jahr, als der kräftige Kursanstieg des Dollars dazu beitrug, die Inlandspreise zu stabilisieren, konnte die Geldpolitik in den USA die ungewöhnlich starke Belebung der Gesamtnachfrage akkommodieren, ohne daß ein Wiederaufflackern der Inflation befürchtet werden mußte. Aus verschiedenen Gründen ist anzunehmen, daß die Geldpolitik so ausgerichtet bleiben wird, daß für das gegenwärtig mögliche inflationsfreie Wirtschaftswachstum genügend Raum besteht.

Die Finanzpolitik kann über die tatsächlichen und erwarteten Auswirkungen auf das Verhältnis von Ersparnis und Investitionen einen nachhaltigeren Einfluß auf

die Realzinsen ausüben. Abgesehen von der Frage, ob konjunkturelle oder strukturelle Effekte im privaten Sektor ausgeglichen werden sollten, geht es in diesem Zusammenhang vor allem darum, inwieweit Veränderungen der Realzinsen von einem auf ein anderes Land übertragen werden. Des weiteren ist zu fragen, ob damit gerechnet werden konnte, daß die Auswirkungen der Haushaltspolitik der USA auf die internationalen Realzinsen durch die finanzpolitischen Konsolidierungsmaßnahmen andernorts neutralisiert würden.




Die Entwicklung von Abschlüssen der zentralen öffentlichen Haushalte und privaten Bruttoinvestitionen, beides in Prozent der privaten inländischen Bruttoersparnis in den USA und in wichtigen Ländergruppen, kann dem linken Teil der Grafik auf S. 94 entnommen werden. Dabei gibt der Abstand zwischen der oberen Kurve für jedes Land – bzw. jede Ländergruppe – und der Referenzlinie die inländische „Absorption“ in Prozent der inländischen Bruttoersparnis der Privaten wieder. Liegt diese über 100%, so ist dies ein Zeichen dafür, daß der Rest der Welt per saldo zum Ausgleich von Ersparnis und Investitionen im jeweils betrachteten Land beigetragen hat (und umgekehrt). Für einige Zwecke mögen zwar inflations- und konjunkturbereinigte Budgetsalden sinnvoll sein, von nichtbereinigten Größen – zusammen mit Veränderungen der privaten Investitionstätigkeit – kann in der Praxis aber eher erwartet werden, daß sie die Entwicklung auf den Finanzmärkten erklären. Auch dürfte das Verhältnis dieser Größen zur privaten Ersparnis wichtiger sein als das zum Bruttosozialprodukt, und bei der vergleichenden Beurteilung der Entwicklung auf den Finanzmärkten verschiedener Länder sind mit den aktuellen Wechselkursen umgerechnete Nominalgrößen wohl das geeignete. Die gegenwärtigen und die künftigen Haushaltsabschlüsse der *Zentralregierungen* finden große öffentliche Beachtung, und ihr Einfluß auf die Finanzmärkte unterscheidet sich möglicherweise von dem der Defizite anderer öffentlicher Haushalte, die in vielen Ländern schärferen Bestimmungen unterliegen. Letztere sind hier mit der privaten Ersparnis zusammengefaßt worden.



Was die bei den hier angewendeten Methoden erkennbare Entwicklung der Budgetsalden in den letzten Jahren angeht, so lassen sich drei Gruppen von Ländern unterscheiden: erstens die USA, zweitens Kanada, Frankreich sowie Italien und drittens Japan, Deutschland und Großbritannien. Die zusammengefaßten Ergebnisse für die sieben größten Industrieländer lassen erkennen, daß die Bedeutung der Budgetdefizite für das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen in der industriellen Welt seit 1978, dem Jahr vor dem zweiten Ölpreisschock, stark gestiegen ist. Darüber hinaus mag im Zuge der Liberalisierung der Finanzmärkte auch der Einfluß der tatsächlichen und der erwarteten Budgetdefizite auf die Realzinsen zugenommen haben. Dafür, daß durch die größeren Deckungslücken in den öffentlichen Haushalten das Sparverhalten des privaten Sektors in größerem Maße beeinflußt worden ist, gibt es kaum Hinweise: Bezogen auf das nominale Bruttosozialprodukt hat sich im letzten Jahrzehnt die private Ersparnis insgesamt in diesen sieben Ländern kaum verändert.

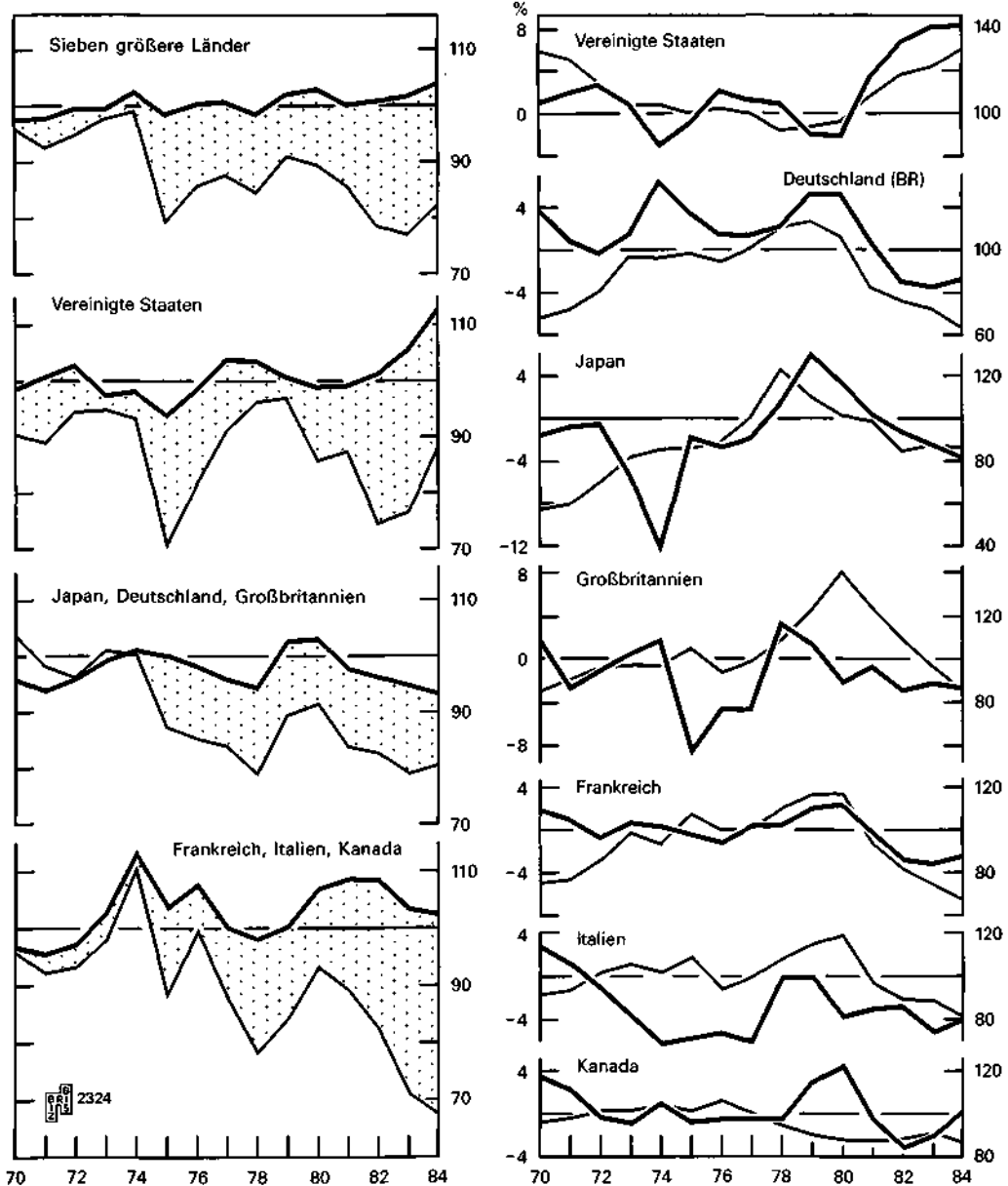
Weit verbreitet ist die Ansicht, daß das Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen in den USA, welches von der großen strukturellen Kreditnachfrage der Bundesregierung beeinflußt ist, nicht nur Auswirkungen auf die inländischen

# Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen, Realzinsgefälle und preisbereinigte Wechselkurse<sup>1</sup>

Gemessen in Relation zur privaten inländischen  
Bruttoersparnis:

-  Finanzierungsdefizit des zentralen  
Haushalts (A)
-  Private Bruttoinlandsinvestitionen (B)
-  A + B

-  Differenz des langfristigen Realzinses  
gegenüber den USA (USA: langfristiger  
Realzins)<sup>2</sup>
-  Realer Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar  
(USA: realer effektiver Wechselkurs)<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. Bei der Berechnung der realen Größen wurden die Veränderungen der Verbraucherpreise zugrunde gelegt. <sup>2</sup> Linker Maßstab. <sup>3</sup> Indizes 1977 = 100; rechter Maßstab.

Zinsen hatte, sondern darüber hinaus auch zu dem kräftigen Anstieg des Dollarkurses an den Devisenmärkten und zu einer erheblichen Absorption ausländischer Ersparnis geführt hat. Der sich auf die USA beziehende Teil der nebenstehenden Grafik scheint diese Sicht zu stützen. Von 1979 bis 1984 hat sich der Anteil des Fehlbetrags im US-Bundeshaushalt am zusammengefaßten Budgetdefizit der Zentralregierungen in sieben der größeren Industrieländer von etwa 10 auf rund 50% erhöht, und die Inanspruchnahme der gesamten privaten Bruttoersparnis hat von weniger als 2 auf mehr als 11% zugenommen. In dem Maße, wie sich der Wirtschaftsaufschwung über das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA auf andere Länder übertrug, mußten die damit einhergehenden internationalen Kapitalbewegungen dazu beitragen, den Druck in Richtung auf steigende Realzinsen in den USA zu mildern und in andere Länder umzulenken.

In Japan, Deutschland und Großbritannien sind die Regierungen schon seit einigen Jahren bemüht, die Defizite in den öffentlichen Haushalten zu reduzieren. Obwohl diese Länder von einer starken Exportnachfrage profitierten, gewann die private Investitionstätigkeit – verglichen mit den USA – erst zeitlich verzögert an Kraft, so daß von daher das Angebot an privater inländischer Ersparnis nicht so stark in Anspruch genommen wurde. Zumindest bis gegen Ende 1984 ging von der Abwertung der Währungen dieser Länder kaum Gefahr für den Erfolg der heimischen Antiinflationpolitik aus. Unter diesen Gegebenheiten dürften die inländischen Einflußfaktoren einen Rückgang der Realzinsen begünstigen, während die hohen Zinssätze im Ausland – insbesondere in den USA – dem entgegenwirken.

Insgesamt gesehen sind die langfristigen Nominalzinsen in Deutschland und Japan seit den späten siebziger Jahren sehr viel schwächer gestiegen als in den USA, und auch die Realzinsen erhöhten sich nicht so stark. Wie der Grafik darüber hinaus entnommen werden kann, hat die Differenz zwischen den Realzinsen in diesen Ländern und jenen in den USA zugenommen und ging im Zeitverlauf mit einer realen Aufwertung des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark einher. Angesichts verschiedener Behinderungen der internationalen Kapitalbewegungen reagierten die Realzinsen in diesen Ländern deshalb bis zu einem gewissen Grad auf die Verbesserung im Verhältnis der inländischen Ersparnis zu den Investitionen, die sich vor dem Hintergrund der konsequenten Geldpolitik vollzog. Möglicherweise ist diese Abkoppelung dadurch erleichtert worden, daß an den Kapitalmärkten der reale Wert des US-Dollars nicht als auf Dauer gesichert angesehen wurde und deshalb beim Vergleich der Rendite langfristiger Anlagen in verschiedenen Währungen mögliche Wechselkursverluste von Dollaranlagen berücksichtigt wurden. Auch in Großbritannien war der Anstieg der langfristigen Realzinsen im Zeitraum 1978–84 nicht so ausgeprägt wie in den USA. Jedoch gab es keinen engen Zusammenhang zwischen dem Zinsgefälle einerseits und der Veränderung des realen Wechselkurses des Dollars gegenüber dem Pfund Sterling andererseits, der von den sich ändernden Perspektiven für die Ölpreise beeinflusst wurde.

In Frankreich, Italien und Kanada waren der Wirtschaftspolitik in den letzten Jahren gewisse Grenzen gesetzt. Obwohl die private Investitionstätigkeit seit einiger Zeit relativ schwach war, verlangten die großen strukturellen Haushaltsungleichgewichte korrigierende Eingriffe, welche in der gegebenen Situation nicht zu einem

solchen Rückgang des tatsächlichen Defizits führten, wie dies ansonsten hätte der Fall sein können. Wegen der Mechanismen des Europäischen Währungssystems scheinen die preisbereinigten Renditen langfristiger Schuldverschreibungen in Frankreich und Italien eine engere Bindung mit den langfristigen Realzinsen in Deutschland eingegangen zu sein, und in den letzten Jahren werteten sich der französische Franc und die italienische Lira zusammen mit der D-Mark – wenn auch nicht in gleichem Maße – gegenüber dem Dollar real ab. Dagegen stiegen in Kanada die langfristigen Realzinsen in den Jahren 1979–84 in gleichem Umfang wie in den USA, und der reale Wechselkurs der kanadischen Währung gegenüber dem US-Dollar hat sich in diesem Zeitraum praktisch nicht verändert.

Positive Realzinsen dürften natürlich ein Anreiz für die Ersparnisbildung sein. Sie bewirken wohl auch, daß die profitabelsten und möglicherweise relativ arbeitsintensiven Investitionen vorgenommen werden. Hohe Kreditkosten haben den Wirtschaftsaufschwung bisher nicht zum Stillstand gebracht, obwohl wahrscheinlich immer noch gilt, daß die Investitionen hiervon in einigen Ländern stärker als in anderen betroffen sind. In Relation zum Wachstumspotential vieler Länder scheinen die Realzinsen natürlich hoch zu sein. Hohe Realzinsen können eine schwere Bürde für den staatlichen und privaten Schuldendienst sein und die Aufgabe, die öffentlichen Ausgaben zu begrenzen, erschweren. Sie stellen außerdem eine Belastung für die Schuldnerstaaten an den internationalen Kreditmärkten dar.

*Internationale wirtschaftspolitische Zusammenhänge.* Es ist seit langem bekannt, daß flexible Wechselkurse die außenwirtschaftlichen Zwänge, denen die Geldpolitik unterliegt, nicht aufheben, sondern lediglich verändern. In den vergangenen Jahren haben sich die grundlegenden Ziele, die von der Geldpolitik in den wichtigen Ländern verfolgt worden sind, ebenso wie die Preisentwicklung einander angenähert. Der gravierende Unterschied zwischen der Finanzpolitik in den USA und der in anderen Ländern hat sich freilich, wie bereits erwähnt, in der Entwicklung der realen Wechselkurse und dem Gefälle der Realzinsen widerspiegelt.

Im letzten Jahr wurde offensichtlich, daß sogar die größten und am wenigsten offenen Volkswirtschaften von außenwirtschaftlichen Faktoren merklich beeinflusst werden können und daß die Wirtschaftspolitik dies in Rechnung zu stellen hat. Wenn auch Wechselkurse in erster Linie von den Portfolioentscheidungen privater Investoren auf den Finanzmärkten bestimmt werden dürften, so haben sie ihrerseits doch einen starken Einfluß auf Wirtschaftswachstum und Inflation. In den USA haben es die Auswirkungen der starken Dollaraufwertung auf das inländische Preisniveau der Geldpolitik ermöglicht, die kräftige Zunahme der Gesamtnachfrage zu akkommodieren; inzwischen aber hat der Anstieg der Nettoimporte den Fortgang des dortigen Wirtschaftsaufschwungs zu unterminieren begonnen. Zwar haben andere Länder von ihrem starken Exportwachstum profitiert, doch schlägt seit Beginn des Jahres 1985 stärker zu Buche, daß Inflationseffekte importiert werden und der Druck auf die Zinssätze zunimmt.

Mehr und mehr ist deutlich geworden, daß der weltweite inflationsfreie Wirtschaftsaufschwung gefährdet ist und daß das, was die Geldpolitik dazu beitragen kann, um ihn dauerhaft zu gestalten, begrenzt ist, sofern sie hierbei nicht von anderer Seite unterstützt wird. Der Kursrückgang des US-Dollars im März und April

dieses Jahres hat den anderen Ländern etwas Handlungsfreiheit für sinkende Zinsen gegeben, doch wird der Spielraum der Geldpolitik weiterhin begrenzt bleiben. Die Erfahrung lehrt ganz deutlich, daß geldpolitische Maßnahmen in größeren Ländern nur dann wirkungsvoll sind, wenn sie auf die Erhaltung stabiler, nichtinflationärer Rahmenbedingungen im Inland zielen. Wie die jüngste Zeit darüber hinaus gezeigt hat, können Interventionen an den Devisenmärkten, die spekulativen Auswüchsen begegnen, die Geldpolitik sinnvoll flankieren. Von grundsätzlicherer Bedeutung – darüber besteht weitgehend Übereinstimmung – sind haushaltspolitische Maßnahmen, mit denen das Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition in den USA beseitigt wird. Jede weitere Abschwächung des Dollarkurses würde solche Schritte nur um so dringlicher werden lassen.

## V. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

### Schwerpunkte

Für den Welthandel und die Zahlungsbilanzsituation im Jahre 1984 war die wirtschaftliche Entwicklung in den USA der wichtigste Einflußfaktor. Die Zunahme der amerikanischen Importe um 26% – resultierend aus dem kräftigen Anstieg der Inlandsnachfrage und dem weiteren Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit – war die grundlegende Antriebskraft für das auf 9% beschleunigte Wachstum des Welthandels, und zwar sowohl direkt als auch indirekt über die stimulierenden Effekte auf den Warenaustausch zwischen anderen Ländern. Das Welthandelsvolumen ist damit in etwa so gestiegen, wie dies auch früher in Phasen der wirtschaftlichen Erholung der Fall gewesen war.

Der kräftige Anstieg der amerikanischen Importnachfrage ließ das Defizit in der US-Leistungsbilanz so stark anschwellen wie noch nie zuvor, nämlich um \$ 60 Mrd., und führte zu spiegelbildlichen Verbesserungen der Leistungsbilanzen in vielen anderen Ländern, seien es entwickelte, seien es Entwicklungsländer. In der Dritten Welt konnten die nicht der OPEC angehörenden Entwicklungsländer insgesamt einen weiteren deutlichen Rückgang ihres Leistungsbilanzdefizits verzeichnen. In Asien ging dies mit einer raschen Beschleunigung von Exporten und Importen einher, und in Lateinamerika nahmen die Importe insgesamt wieder etwas zu, nachdem in den beiden vorangegangenen Jahren ein scharfer Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Unter den entwickelten Ländern wies Japan große Exportgewinne auf, was den Überschuß in der Leistungsbilanz dieses Landes um weitere \$ 14 Mrd. ansteigen ließ, und auch in den meisten anderen Ländern kam es – wenn auch in geringerem Maße – zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz. Die Leistungsbilanz Großbritanniens und Italiens sowie einiger anderer Länder hat sich in dieser Zeit allerdings verschlechtert.

Was die internationalen Kapitalbewegungen angeht, so waren hier wiederum die umfangreichen Nettokapitalzuflüsse in die USA das herausragende Ereignis; mit ihnen wurde nicht nur – nun schon im zweiten Jahr – das wachsende Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz finanziert, sondern sie trieben auch den Außenwert des Dollars weiter in die Höhe. Ein Großteil dieser Dollaranlagen scheint von anderen wichtigen Industrieländern ausgegangen zu sein, namentlich Japan, das netto sehr erhebliche Abflüsse langfristigen Kapitals (in erster Linie Portfoliokapitals) zu verzeichnen hatte. In vielen nicht der Zehnergruppe angehörenden Ländern gingen aufgrund der verbesserten Leistungsbilanz die externen Finanzierungserfordernisse zurück, so daß einige Entwicklungsländer trotz weiter abnehmender Zuflüsse privaten Kapitals in der Lage waren, ihre Währungsreserven merklich aufzustocken. Allerdings blieb eine Reihe von Schuldnerländern weiterhin auf „organisierte“ Kapitalzuflüsse sowie auf Schuldendiensterleichterungen aus Umschuldungsabkommen angewiesen.

Insgesamt gesehen ergibt sich somit kein einheitliches Bild. Als positiv ist hervorzuheben, daß sich das Wachstum des Welthandels beschleunigt hat und daß sich in vielen Ländern – was in einigen Fällen dringend erforderlich war – die Zahlungsbilanzsituation verbessert hat. Zu dieser erfreulichen Entwicklung wäre es freilich nicht ohne die kräftige Zunahme der US-Importe gekommen. Andererseits kann das hohe und immer noch wachsende Leistungsbilanzdefizit der USA nicht auf Dauer bestehen bleiben; es hat in den USA bereits den Ruf nach protektionistischen Maßnahmen lauter werden lassen, und seine Finanzierung hängt weiterhin von äußerst umfangreichen autonomen Kapitalimporten aus der restlichen Welt ab. Japans Rekordüberschuß ist ein anderes wichtiges Element des Ungleichgewichts in der globalen Zahlungsbilanzstruktur, und die außenwirtschaftliche Situation in einer Reihe von Entwicklungsländern ist nach wie vor sehr labil.

Die in der gegenwärtigen Situation tatsächlich gegebenen oder doch zumindest latent vorhandenen Elemente des Ungleichgewichts belasten die künftige Entwicklung mit gewissen Risiken. Zunächst einmal könnte eine veränderte Einschätzung des Dollars durch den Markt die Kapitalzuflüsse in die USA schwächer werden lassen oder sogar umkehren. Dies könnte die Dollarzinsen nach oben treiben und so die Schuldendienstprobleme vergrößern. Zum zweiten war die in den letzten beiden Jahren in vielen Ländern zu verzeichnende Verbesserung der außenwirtschaftlichen Situation zum Großteil das Ergebnis des Wirtschaftsaufschwungs in den USA, und ein Nachlassen der amerikanischen Importnachfrage dürfte, wenn es nicht durch ein stärkeres Nachfragewachstum in anderen Industrieländern kompensiert wird, weitere Fortschritte bei der außenwirtschaftlichen Anpassung schwieriger machen.

## Welthandel

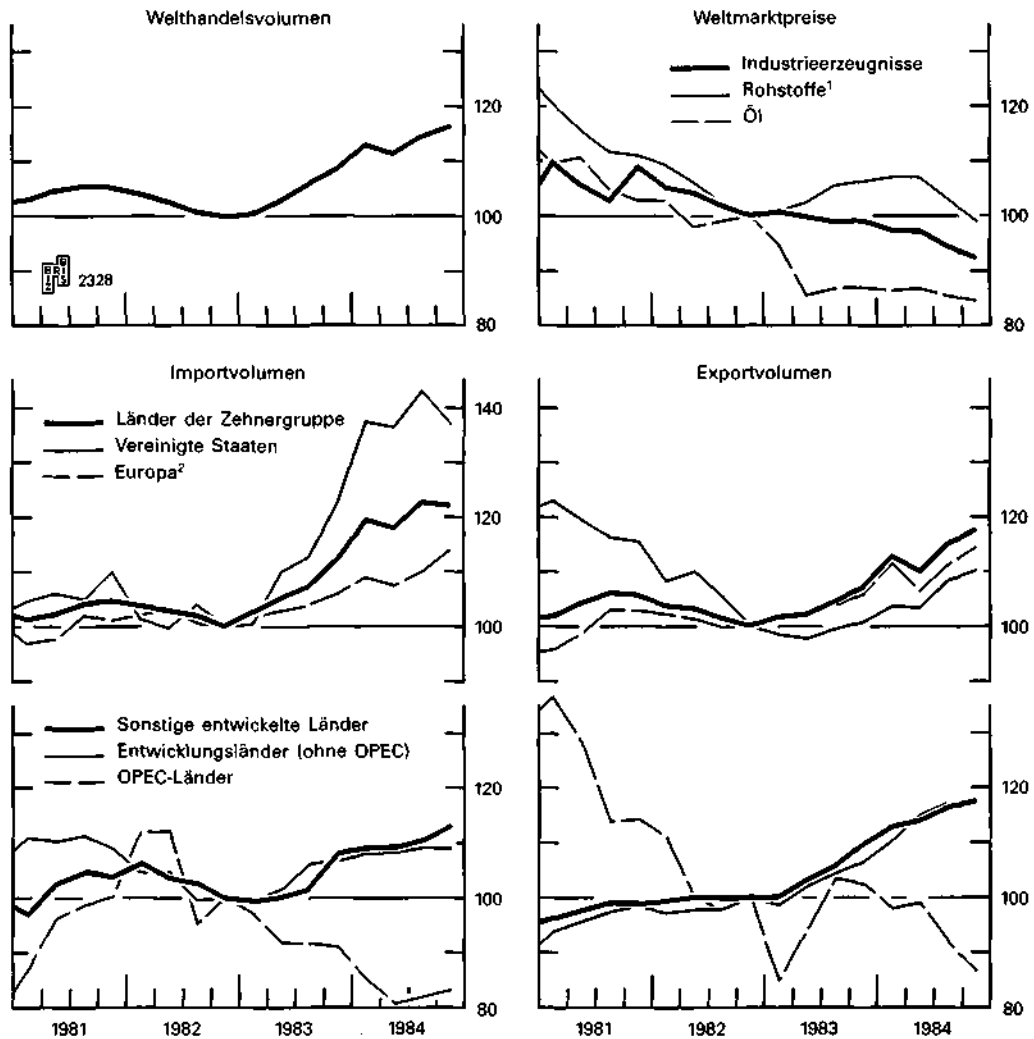
Während die weltwirtschaftliche Erholung an Schwung gewann, beschleunigte sich im vergangenen Jahr das Wachstum des Welthandels dem Volumen nach auf 9% gegenüber nur 2½% im Jahre 1983. In Dollar gerechnet fielen die Weltmarktpreise im Gefolge der anhaltenden Festigung des US-Dollars um 2% und damit im vierten aufeinanderfolgenden Jahr. Diese Entwicklung begrenzte die Expansion des Welthandels zu laufenden Dollarwerten gerechnet auf 6½%, womit er in absoluten Zahlen einen Wert von knapp \$ 2 000 Mrd. erreichte.

Nach Hauptwarengruppen betrachtet weitete sich der Handel mit Industrieerzeugnissen und mit Rohstoffen (ohne Öl) real um 12 bzw. fast 5% aus, und somit in etwa mit derselben Rate wie in den vorangegangenen Phasen wirtschaftlicher Erholung. Im Vergleich dazu blieb der Ölhandel eher gedrückt, da 1984 der größte Teil der 4% betragenden realen Zunahme auf das Ende des Lagerabbaus zurückzuführen war, der Anfang 1983 sehr stark gewesen war. Der Rückgang der Welthandelspreise erklärt sich aus einem Sinken der Preise sowohl bei den gewerblichen Produkten als auch beim Erdöl um etwa 3%. Die Preise der anderen Rohstoffe stiegen im Durchschnitt um weniger als 1%, wobei freilich die meisten Nichtölrrohstoffe zu Beginn des Jahres ihren Höchststand erreichten und danach stark nachgaben.



### Welthandel 1981–84

Saisonbereinigte Indizes; viertes Quartal 1982 = 100



<sup>1</sup> Ohne Öl.

<sup>2</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz.

Wie die obenstehende Grafik zeigt, beruhte die Ausweitung des Welthandels vor allem auf der starken Importnachfrage der Länder der Zehnergruppe und darunter insbesondere auf jener der USA, wo – aufs ganze Jahr gesehen – das kräftige Wachstum der realen Importe von 26% einen Anteil von mehr als der Hälfte an der Zunahme des Importvolumens der Gruppe insgesamt hatte, die 12½% betrug. Auch die kanadischen und japanischen Importe wuchsen rasch, während sich die Einfuhren der europäischen Länder um weniger als 7% ausweiteten. Im Verlauf des Jahres schwächte sich freilich das Importwachstum in den nichteuropäischen Ländern der Zehnergruppe auf ein Niveau ab, das jenem in Europa gleichkam.

Mit Ausnahme der OPEC-Länder, wo der Rückgang der realen Importe um 11% nur wenig geringer war als im vorangegangenen Jahr, verzeichneten alle anderen wichtigen Ländergruppen einen deutlichen Importaufschwung. In den kleineren entwickelten Ländern und in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern zogen die Importe – nach einer Stagnation im Jahre 1983 – wieder an, und zwar um 8 bzw. 5%. Das Wachstum war jedoch ziemlich ungleich verteilt. Während z. B. die asiatischen Länder ihre Importe um 8% steigerten, konnten die lateinamerikanischen Länder ihre Importbeschränkungen im allgemeinen nur behutsam lockern. Immerhin kam die Einfuhrdrosselung in diesen Ländern im vergangenen Jahr zum Stillstand.

Auf der Exportseite war zumeist der stärkere Absatz auf dem US-Markt direkt für die Wiederbelebung des Exportwachstums verantwortlich, das die Importausweitung deutlich übertraf. Die realen Exporte der Länder der Zehnergruppe stiegen 1984 um 9% gegenüber nur 2% im Jahre 1983, wobei Kanada und Japan besonders hohe Wachstumsraten verzeichneten. Auch andernorts beschleunigte sich 1984 das Exportwachstum deutlich. In den anderen entwickelten Ländern verdoppelte sich das reale Exportwachstum auf 10% und in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern auf 11½%, wobei die asiatischen Länder den größeren Teil für sich in Anspruch nehmen konnten. Im Gegensatz dazu mußten die OPEC-Länder einen weiteren Rückgang ihres Exportvolumens hinnehmen, und zwar um 2½%. Das war jedoch beträchtlich weniger als die durchschnittliche jährliche Verringerung von 14% in den vorangegangenen vier Jahren.

### **Internationale Zahlungsbilanzentwicklung**

Die internationale Zahlungsbilanzentwicklung im Jahre 1984 wies zwei stark gegensätzliche Merkmale auf. Einerseits vergrößerten sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den beiden größten Volkswirtschaften, USA und Japan, erheblich; andererseits kam es in vielen entwickelten und Entwicklungsländern zu merklichen Verbesserungen in der Leistungsbilanz. Die Hauptgründe hierfür sind in der Stärke des Wirtschaftsaufschwungs in den USA und in dem fortgesetzten Anstieg des Dollarkurses zu sehen, wodurch das amerikanische Leistungsbilanzdefizit um \$ 60 auf über 100 Mrd. anstieg. Den wichtigsten Gegenposten hierzu bildete innerhalb der Zehnergruppe die Ausweitung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses auf den Höchstwert von \$ 35 Mrd. Die Veränderungen in der außenwirtschaftlichen Situation dieser beiden Länder lassen die zwischen ihnen bestehenden engen Handelsbeziehungen erkennen, sind aber auch – mehr grundsätzlich gesehen – ein Indiz für das erhebliche Ungleichgewicht gegenüber allen anderen Ländern. Die Verbesserungen in den Leistungsbilanzen der anderen Zehnergruppenländer wurden größtenteils durch Verschlechterungen in Großbritannien und Italien aufgewogen, und das Leistungsbilanzdefizit der Zehnergruppe insgesamt erhöhte sich von \$ 9,1 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 53,5 Mrd. im Jahre 1984.

Alle anderen wichtigen Ländergruppen konnten 1984 ihre Leistungsbilanz verbessern. Den nicht der OPEC angehörenden Entwicklungsländern gelang es, das Leistungsbilanzdefizit insgesamt um \$ 13 auf 22 Mrd. abzubauen, wobei die diesbezüglichen Fortschritte allerdings recht ungleich auf die einzelnen Länder verteilt

Leistungsbilanzsalden 1982-84<sup>1</sup>

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1982	1983	1984	1982	1983	1984	1982	1983	1984
	Milliarden US-Dollar								
Belgien-Luxemburg	- 3,6	- 1,9	- 1,2	0,9	1,5	1,5	- 2,7	- 0,4	0,3
Deutschland (BR) . . .	24,5	21,5	21,4	-21,2	-17,3	-15,4	3,3	4,2	6,0
Frankreich . . . . .	-15,5	- 8,4	- 4,1	3,4	4,0	4,0	-12,1	- 4,4	- 0,1
Großbritannien . . . .	3,5	- 1,8	- 5,5	5,1	5,7	5,5	8,6	3,9	0,0
Italien . . . . .	- 8,0	- 3,1	- 6,1	2,5	3,7	3,0	- 5,5	0,6	- 3,1
Japan . . . . .	18,1	31,5	44,4	-11,2	-10,7	- 9,4	6,9	20,8	35,0
Kanada . . . . .	14,4	14,4	16,1	-12,3	-13,0	-14,6	2,1	1,4	1,5
Niederlande . . . . .	4,6	4,3	5,3	- 0,9	- 0,5	- 0,5	3,7	3,8	4,8
Schweden . . . . .	0,8	3,1	4,7	- 4,3	- 4,0	- 4,6	- 3,5	- 0,9	0,1
Schweiz . . . . .	- 2,8	- 3,8	- 3,9	6,8	7,3	7,6	4,0	3,5	3,7
USA . . . . .	-36,5	-61,1	-107,4	29,4	19,5	5,7	- 7,1	-41,6	-101,7
<i>Zehnergruppe . . . . .</i>	<i>- 0,5</i>	<i>- 5,3</i>	<i>-36,3</i>	<i>- 1,8</i>	<i>- 3,8</i>	<i>-17,2</i>	<i>- 2,3</i>	<i>- 9,1</i>	<i>-53,5</i>
Australien . . . . .	- 2,6	0,0	- 0,8	- 5,5	- 5,8	- 7,2	- 8,1	- 5,8	- 8,0
Dänemark . . . . .	- 0,8	0,2	- 0,2	- 1,5	- 1,4	- 1,5	- 2,3	- 1,2	- 1,7
Finnland . . . . .	0,3	0,2	1,7	- 1,1	- 1,1	- 1,7	- 0,8	- 0,9	0,0
Griechenland . . . . .	- 4,8	- 4,3	- 4,3	2,9	2,4	2,1	- 1,9	- 1,9	- 2,2
Irland . . . . .	- 1,1	- 0,2	- 0,2	- 0,8	- 0,9	- 0,7	- 1,9	- 1,1	- 0,9
Jugoslawien . . . . .	- 2,0	- 1,2	- 0,7	1,5	1,5	1,2	- 0,5	0,3	0,5
Neuseeland . . . . .	- 0,1	0,2	0,0	- 1,4	- 1,3	- 1,2	- 1,5	- 1,1	- 1,2
Norwegen . . . . .	2,4	4,3	5,3	- 1,7	- 2,1	- 1,8	0,7	2,2	3,5
Österreich . . . . .	- 3,3	- 3,4	- 3,5	3,9	3,6	2,9	0,6	0,2	- 0,6
Portugal . . . . .	- 4,9	- 2,4	- 1,4	1,6	1,4	0,9	- 3,3	- 1,0	- 0,5
Spanien . . . . .	- 9,3	- 7,4	- 4,0	5,1	4,9	6,0	- 4,2	- 2,5	2,0
Südafrika . . . . .	0,7	4,0	1,9	- 3,8	- 3,7	- 2,6	- 3,1	0,3	- 0,7
Türkei . . . . .	- 2,7	- 3,0	- 3,0	1,8	1,2	1,6	- 0,9	- 1,8	- 1,4
<i>Sonstige ent- wickelte Länder</i>	<i>-28,2</i>	<i>-13,0</i>	<i>- 9,2</i>	<i>1,0</i>	<i>- 1,3</i>	<i>- 2,0</i>	<i>-27,2</i>	<i>-14,3</i>	<i>-11,2</i>
<i>Entwickelte Län- der zusammen</i>	<i>-29</i>	<i>-18</i>	<i>-46</i>	<i>- 1</i>	<i>- 5</i>	<i>-19</i>	<i>-30</i>	<i>-23</i>	<i>-65</i>
OPEC-Länder . . . . .	62	44	55	-79	-65	-65	-17	-21	-10
Entwicklungsländer (ohne OPEC) . . . . .	-43	-20	- 3	-20	-15	-19	-63	-35	-22
<i>Entwicklungsländer zusammen</i>	<i>19</i>	<i>24</i>	<i>52</i>	<i>-99</i>	<i>-80</i>	<i>-84</i>	<i>-80</i>	<i>-56</i>	<i>-32</i>
Osteuropa <sup>2</sup>	13	13	15	- 6	- 5	- 5	7	8	10
Insgesamt	3	19	21	-106	-90	-108	-103	-71	-87

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn.

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

waren. Die OPEC-Länder reduzierten ihr Defizit um \$ 11 Mrd.; dabei wurden die größten Fortschritte in Ländern außerhalb des Nahen Ostens gemacht. In den kleineren entwickelten Ländern verbesserte sich die Leistungsbilanz um mehr als \$ 3 Mrd. Die osteuropäischen Staaten, die als Gruppe seit 1982 gegenüber der restlichen Welt einen beachtlichen Leistungsbilanzüberschuß aufweisen, erhöhten diesen um \$ 2 Mrd.

Von der Zunahme des gemeinsamen Leistungsbilanzdefizits der Zehnergruppenländer im Jahre 1984 spiegeln sich ungefähr zwei Drittel in entsprechenden Veränderungen der Zahlungsbilanzen der anderen wichtigen Ländergruppen wider. Der verbleibende Betrag läßt sich rechnerisch nicht erklären und führte zu einem Anstieg der negativen statistischen Diskrepanz im Weltleistungsbilanzgefüge von \$ 16 Mrd. Da die Exporte im Schnitt rund vier Wochen vor den Importen gemeldet werden, beruhte die Zunahme der Weltexporte um netto \$ 2 Mrd. hauptsächlich auf der erneuten Expansion des Welthandels. Demgegenüber ist nicht klar, welche Ursachen das um \$ 18 Mrd. gewachsene Defizit in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz hatte, das seit einigen Jahren unter Fluktuationen tendenziell gestiegen ist. Ein Großteil der diesbezüglichen Zunahme in den letzten Jahren kann darauf zurückgeführt werden, daß Einkünfte aus Kapitalanlagen und die Nettodienstleistungseinnahmen ausländischer Lieferanten und Beratungsunternehmen untererfaßt werden.

Das herausragende Merkmal bei den internationalen Kapitalbewegungen im letzten Jahr waren die anhaltenden Kapitalzuflüsse in die USA, die in noch nicht dagewesenem Maße auf Portfoliotransaktionen beruhten. Diese Kapitalzuflüsse reichten nicht nur aus, das höhere Leistungsbilanzdefizit der USA zu finanzieren, sondern drückten darüber hinaus auch noch den Dollarkurs nach oben. Ein beachtlicher Anteil der amerikanischen Kapitalimporte kam aus anderen Ländern der Zehnergruppe, namentlich Japan, wo sich die Nettoexporte langfristigen Kapitals nahezu verdreifachten.

In den anderen wichtigen Ländergruppen hatten die Verbesserungen der Leistungsbilanzen zur Folge, daß die Finanzierungsprobleme erheblich an Schärfe verloren und eine Reihe von Ländern ihre Währungsreserven in beachtlichem Umfang aufstocken konnte. Vor dem Hintergrund ihres abnehmenden Finanzbedarfs wurde den Entwicklungsländern von privater Seite weiterhin weniger zusätzliches Kapital zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus hat sich die Struktur der Auslandsverschuldung etwas verbessert, da in einigen Ländern Zahlungsrückstände und kurzfristige Schulden abgebaut wurden und neue Kredite zu günstigeren Bedingungen aufgenommen werden konnten. Freilich gibt es noch immer eine Reihe von Ländern, die nach wie vor praktisch keinen Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben.

### **Zahlungsbilanz der USA und Japans**

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz der *Vereinigten Staaten* beschleunigte sich im vergangenen Jahr weiter, als sich das Defizit um \$ 60,1 Mrd. oder doppelt so stark wie im Jahre 1983 ausweitete, wodurch es einen noch nie dagewesenen Betrag von \$ 101,7 Mrd. erreichte. Das rasch anwachsende Defizit im Handel mit gewerblichen Erzeugnissen machte alleine drei Viertel der Verschlechterung der

Leistungsbilanz aus, wozu noch kam, daß auch der traditionelle Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz erneut schrumpfte. Während der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz noch 1982 den größten Teil des Handelsdefizits ausgeglichen hatte, waren Ende 1984 die Handels- und Leistungsbilanzdefizite im Grunde gleich groß. Mehr als die Hälfte des letztjährigen Rückgangs des Überschusses der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 13,8 auf bescheidene 5,7 Mrd. kann den höheren importgebundenen Zahlungen für Transport sowie Versicherung und den geringeren Nettoeinkommen aus Auslandsinvestitionen zugeschrieben werden.

Die gewaltige Zunahme des Handelsdefizits von \$ 61,1 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 107,4 Mrd. im Jahre 1984 reflektierte im wesentlichen eine weitere Intensivierung des inländischen Nachfragedrucks – das Wachstum der realen Inlandsnachfrage beschleunigte sich im vergangenen Jahr auf fast 9% und damit um rund 6 Prozentpunkte mehr als das durchschnittliche Nachfragewachstum aller anderen Industrieländer – und das weitere Anziehen des realen effektiven Wechselkurses des Dollars um 6%. Die nachstehende Tabelle vermittelt eine ungefähre Vorstellung von der Größenordnung der Hauptkomponenten der Handelsbilanzverschlechterung.

USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung 1983/84 (Schätzung)

Jahr	Veränderung des Handelsbilanz- saldos	Basierend auf Veränderungen von					
		Ölimporten	Terms of trade (ohne Öl)	Exportvolumen		Importvolumen (ohne Öl)	
				insgesamt	wegen des Exportmarkt- wachstums	insgesamt	wegen der Inlands- nachfrage
Milliarden US-Dollar							
1983	-24½	7½	6	-12	5	-26	-15
1984	-46½	- 3½	- 5	17	17	-55	-30

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet eine Exportverringerng bzw. eine Importzunahme.

Auf der Importseite war das plötzliche Anschwellen des Volumens der Nichtölimporte das augenfälligste Merkmal. Da das reale Importwachstum von 14% im Jahre 1983 auf mehr als 26% im Jahre 1984 hochschnellte, hat sich sein negativer Einfluß auf die Handelsbilanz mehr als verdoppelt, und zwar auf \$ 55 Mrd. Der Stärke der US-Inlandsnachfrage kann in jedem der beiden vergangenen Jahre annähernd die Hälfte der Zunahme des Importvolumens zugemessen werden, während der Rest den Einfluß anderer Faktoren widerspiegelte, vor allem natürlich den Wettbewerbsgewinn ausländischer Anbieter gegenüber inländischen Produzenten.

Während sich im Laufe des Jahres 1984 das Wachstum der Binnennachfrage abschwächte, verlangsamte sich die Zunahme des Importvolumens (ohne Öl) im zweiten Halbjahr merklich von über 14% in den ersten sechs Monaten auf 5%. Im ersten Quartal 1985 jedoch, als sich die Inlandsnachfrage nur noch um ungefähr 1% ausweitete, stiegen die realen Importe (ohne Öl) saisonbereinigt um über 15%, was auf einen deutlicheren Einfluß der sich verschlechternden US-Wettbewerbslage hinweist. Tatsächlich war das reale Wachstum, auch wenn es sich 1984 über alle wichtigen Kategorien der Nichtölimporte erstreckte, im Bereich der gewerblichen

Produkte, die besonders empfindlich auf Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit reagieren, am ausgeprägtesten. Die Kapitalgüterimporte, die auch durch die Stärke der US-Investitionsausgaben Auftrieb erhielten, stiegen dem Volumen nach um 38½%, aber auch die Konsumgüterimporte bewegten sich 1984 kräftig um 30% nach oben. Infolgedessen begann sich die Importdurchdringung des verarbeitenden Sektors der USA im vergangenen Jahr beträchtlich zu beschleunigen. Während sich der Anteil der importierten gewerblichen Güter in der Zeit von 1981 bis 1983 nur langsam von 7 auf 8% vergrößert hatte, schnellte er im vergangenen Jahr, als fast ein Viertel der Zunahme der US-Nachfrage nach gewerblichen Produkten mit zusätzlichen Importen gedeckt wurde, auf nahezu 10%.

Der Importwert des Rohöls und der Mineralölprodukte stieg 1984 um etwa \$ 3½ Mrd. Daß die Ölimportrechnung damit erstmals seit 1980 wieder höher war, beruhte allein auf einer Mengensteigerung von 8½%, die sowohl das reale Wachstum des Ölkonsums in Höhe von etwa 4% – die erste Zunahme seit sechs Jahren – als auch die Tatsache widerspiegelte, daß kein größerer Lagerabbau stattfand, der in den vergangenen Jahren die Importe gedrückt hatte.

Auf der Exportseite war die bemerkenswerteste Entwicklung, daß 1984 das US-Exportvolumen überraschend wieder zunahm, was die Handelsbilanz im Ausmaß von \$ 17 Mrd. positiv beeinflusste. Diese erste reale Exportsteigerung seit 1980 reflektierte teilweise die sich in den Industrieländern ausbreitende wirtschaftliche Erholung und die zunehmende Importnachfrage einiger der wichtigsten Handelspartner der USA in der Dritten Welt. Das Wachstum der US-Exportmärkte beschleunigte sich von 2½% im Jahre 1983 auf etwa 8½% im Jahre 1984; der Mengeneffekt des Marktwachstums entsprach einem Wert von \$ 17 Mrd. gegenüber \$ 5 Mrd. im vorangegangenen Jahr. Von größerer Bedeutung ist jedoch, daß das Exportvolumen der USA im letzten Jahr in Übereinstimmung mit dem Wachstum der US-Exportmärkte zunahm, wohingegen die USA 1983 deutlich Marktanteile verloren hatten. Vor dem Hintergrund des während des ganzen Jahres 1984 anhaltenden Dollaranstiegs und der daraus folgenden Einbußen an internationaler Wettbewerbsfähigkeit der USA sind die Gründe für diese bemerkenswerte Leistung nicht gänzlich klar. Einige Faktoren sind jedoch vermerkwürdig: Erstens kann der Mengenzuwachs, worauf die besonders große Exportsteigerung bei Investitionsgütern hinweist, teilweise den Verkäufen jener Produkte zugerechnet werden, bei welchen die US-Industrie große technologische Vorteile aufweist. Zweitens spiegelt ein bedeutender Teil den Vor- und Fertigproduktenhandel zwischen US-Unternehmen – insbesondere im Kraftfahrzeug-, Elektronik- und Textilsektor – und ihren eigenen Produktionsstätten in Kanada, Mexiko und Asien wider. Drittens scheinen traditionelle Handelsbeziehungen die US-Exporte nach Lateinamerika, die um 5 Prozentpunkte stärker zunahmen als die gesamten Importe Lateinamerikas, begünstigt zu haben. Schließlich haben die US-Exporteure wohl besondere Anstrengungen unternommen, um vor allem in Europa Marktanteile selbst bei beträchtlich gedrückten Gewinnspannen zu behaupten.

Die Entwicklung der realen Austauschverhältnisse im Nichtölbereich, die 1983 dazu beigetragen hatte, daß die Zunahme des Handelsdefizits um \$ 6 Mrd. niedriger

ausfiel, führte im vergangenen Jahr, als die Importpreise um etwa 1½ Prozentpunkte stärker stiegen als die Exportpreise, zu einem negativen Effekt im Ausmaß von etwa \$ 5 Mrd. Die Tatsache, daß sich die Terms of trade trotz der 8prozentigen Verbesserung des effektiven Wechselkurses des Dollars verschlechterten, war in erster Linie eine Auswirkung der unterschiedlichen Nachfragebedingungen in den USA und den anderen Ländern. Freilich deutet dies auch an, daß sich ausländische Anbieter entweder zurückhielten oder es aus anderen Gründen vorzogen, die Preise zu erhöhen, als auf dem US-Markt das Potential für Mengenzuwächse voll auszunützen. Demgegenüber hatten die US-Exporteure nur geringen Spielraum, die inländischen Kostensteigerungen durch eine Anpassung ihrer Exportpreise auszugleichen. Die US-Exportpreise (ohne landwirtschaftliche Produkte) blieben im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr praktisch unverändert.

Betrachtet man kurz die regionale Aufteilung des Handels, so zeigt sich, daß die in der folgenden Tabelle dargestellten deutlichen Verschiebungen in der Handelsbilanz gegenüber einzelnen Ländergruppen während der vergangenen zwei Jahre in erster Linie das Ergebnis der letztjährigen kräftigen Zunahme von Importen gewerblicher Güter in die USA waren. Während 1983 der größte Teil des gesamten Handelsdefizits gegenüber den Entwicklungsländern entstanden war, gab es im vergangenen Jahr eine beträchtliche Zunahme des Fehlbetrags im Handel mit den Industriestaaten, namentlich mit Japan. Der gesamte Anstieg des Handelsdefizits um \$ 46,4 Mrd. im Jahre 1984 entstand im Grunde gegenüber den Industrieländern und den Schwellenländern Asiens, jenen zwei Ländergruppen, die am besten in der Lage waren, der rasch wachsenden Nachfrage nach gewerblichen Gütern zu entsprechen.

USA: Veränderungen der Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen 1983/84

Jahr	Gesamte Handelsbilanz	Industrieländer	darunter:		OPEC-Länder	Alle übrigen Länder	darunter:	
			Kanada	Japan			Lateinamerika	Asien
Milliarden US-Dollar								
1983	-24,6	-11,0	- 1,2	- 2,6	0,8	-14,4	- 8,2	- 6,2
1984	-46,4	-33,3	- 5,0	-14,4	- 2,8	-10,3	- 1,0	- 9,5

Das allgemeine Bild der Kapitalströme, die in der nachfolgenden Tabelle dargestellt werden, macht ersichtlich, daß der letztjährige Rekordanstieg des Leistungsbilanzdefizits über eine beträchtliche Zunahme der Kapitalströme von privaten Nichtbanken finanziert wurde und sich zudem wieder eine große statistische Diskrepanz einstellte, von der anzunehmen ist, daß sie hauptsächlich statistisch nicht erfaßte Kapitaltransaktionen wiedergibt. Der Saldo der Kapitalimporte über Banken verblieb im großen und ganzen auf dem Stand des Jahres 1983.

Das augenfälligste Merkmal der Kapitalbilanz war die Versechsfachung der Kapitalzuflüsse von privaten Nichtbanken von \$ 9,4 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 57 Mrd. im Jahre 1984. Der größte Teil davon spiegelte eine deutliche Zunahme

USA: Kapitalverkehr 1983/84

	1983	Jahr	1984			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Kapitalbilanz .....	37,6	102,1	23,3	26,1	35,1	17,7
Statistisch erfaßte Kapitalströme .....	28,3	72,1	16,1	22,3	21,5	12,2
Kapitaltransaktionen von privaten Nichtbanken (netto) .....	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
Kapitaltransaktionen der US-Regierung (netto) .....	- 4,8	- 5,1	- 1,9	- 0,8	- 1,6	- 0,8
Kapitalströme über Banken (netto) .....	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	- 2,1
Statistische Diskrepanz .....	9,3	30,0	7,2	3,8	13,6	5,5
Veränderungen der offiziellen Nettoreserve- position (- = Verbesserung) .....	3,9	- 0,5	- 3,7	- 1,4	- 1,5	6,0

der Nettozuflüsse von Mitteln Gebietsfremder wider. Im einzelnen verdreifachten sich die Nettokäufe von US-Wertpapieren (ohne Aktien) durch Devisenausländer auf \$ 37,4 Mrd., und die über verschiedene andere Kanäle vom US-Unternehmenssektor im Ausland aufgenommenen Kredite beliefen sich auf \$ 20,3 Mrd. Im Vergleich dazu veränderte sich der Saldo der Direktinvestitionen und der Portfolio-transaktionen in Aktien nur wenig.

Die kräftige Nachfrage nach US-Wertpapieren, und zwar sowohl nach US-Schatzpapieren als auch anderen Schuldverschreibungen, kann auf verschiedene Faktoren zurückgeführt werden. Zunächst einmal spielten zweifelsohne Zinsüberlegungen eine Rolle. So lagen 1984 die Renditen für Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors der USA durchschnittlich mehr als 4½ bzw. 5½ Prozentpunkte über

USA: Statistisch erfaßte Kapitalströme von privaten Nichtbanken 1983/84

	1983	Jahr	1984			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Direktinvestitionen (netto) <sup>1</sup> .....	- 4,3	1,0	- 4,8	2,2	2,9	0,6
Sonstige Kapitalbeteiligungen (netto) .....	2,4	- 1,7	1,6	- 0,0	- 1,7	- 1,5
Transaktionen in Anleihen und sonstigen Wertpapieren (netto) .....	13,4	37,4	3,3	9,8	8,5	16,0
Ausländische Anleihen .....	- 3,7	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,6	- 2,5
US-Schatzpapiere .....	8,7	22,5	1,4	6,5	5,1	9,5
Sonstige US-Schuldverschreibungen <sup>2</sup> .....	8,4	18,6	1,6	4,1	4,0	9,0
Sonstige Kapitaltransaktionen von privaten Nichtbanken (netto) <sup>3</sup> .....	- 2,1	20,3	7,2	10,9	1,9	0,0
Insgesamt .....	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
US-Anlagen im Ausland .....	-24,1	-10,2	- 3,6	- 0,5	1,2	- 7,3
Ausländische Anlagen in den USA .....	33,5	67,2	10,9	23,4	10,4	22,4

<sup>1</sup> Ohne Kapitalströme zwischen Unternehmen und sonstige Transaktionen zwischen US-Unternehmen und ihren Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen. <sup>2</sup> US-Schuldverschreibungen (ohne US-Schatzpapiere) und Nettoerlöse aus Verkäufen von Euroobligationen, die über Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen zu US-Unternehmen geleitet wurden. <sup>3</sup> Einschl. der Residualtransaktionen mit Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen, sonstiger Kapitalströme zwischen Unternehmen und der Veränderungen der Nettoforderungen gegenüber unabhängigen Auslandspartnern.



jenen der Obligationen des öffentlichen Sektors in Deutschland und in Japan. Ferner wurde die Nachfrage nach Obligationen – trotz verringerter Spannen im letzten Quartal 1984 – offensichtlich dadurch vergrößert, daß der Markt von einer weiteren Verringerung der US-Zinsen Kapitalgewinne erwartete. Ein zweiter Faktor, der Anlagen am US-Obligationenmarkt begünstigte, war eine Verlagerung hin zu risikofreien Staatspapieren und weg von Einlagenzertifikaten, die sich im zweiten Quartal ergab, als einige amerikanische Banken in Schwierigkeiten gerieten. Drittens erhöhte die Abschaffung der US-Quellensteuer auf Zinserträge Gebietsfremder aus Wertpapieren, die nach Mitte Juli emittiert wurden, die Attraktivität von US-Wertpapieren für ausländische Kapitalanleger. Ferner beseitigte diese Maßnahme weitgehend die Steuervorteile von Euroanleihen, die US-Unternehmen über ihre auf den Niederländischen Antillen gegründeten Finanzierungsgesellschaften emittierten. Das Ergebnis dieser Maßnahme war, daß der Fluß der Nettoerlöse an US-Unternehmen aus den Anleiheverkäufen ihrer Finanzierungsgesellschaften im zweiten Halbjahr 1984 praktisch versiegt, während direkte Verkäufe von Euroanleihen im selben Zeitraum merklich zu dem Rekordkapitalzufluß zugunsten der Anlagen in Unternehmensschuldverschreibungen beitrugen. Schließlich scheint die während der letzten Jahre in Gang gekommene Liberalisierung der Finanzmärkte in Japan neue Quellen der Nachfrage nach US-Obligationen geöffnet zu haben.

Wie sich aus der nachstehenden Tabelle ergibt, verringerten sich – netto betrachtet – die über die Banken gehenden Kapitalströme in die USA im letzten Jahr um \$ 3,5 auf 20,2 Mrd., wobei sich das Wachstum sowohl der Forderungen als auch der Verbindlichkeiten, die sich aus den Dollartransaktionen der Banken für eigene Rechnung ergeben, stark verlangsamt hat. Auf der Forderungsseite war der Hauptgrund für diese Verlangsamung der Umschwung bei den Bruttoausleihungen an ausländische Nichtbanken von einer Zunahme um \$ 13,7 Mrd. im Jahre 1983 zu

USA: Kapitalströme über Banken 1983/84

	1983	Jahr	1984			
	1. Quartal		2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
	Milliarden US-Dollar					
Kapitalströme über Banken (netto) .....	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	– 2,1
Veränderung der Forderungen .....	–25,4	– 7,3	2,0	–20,6	16,9	– 5,6
Dollartransaktionen für eigene Rechnung .....	–31,8	– 7,3	4,3	–20,7	13,7	– 4,6
mit eigenen Auslandsniederlassungen .....	–16,7	– 9,3	– 1,5	– 9,6	6,2	– 4,4
mit sonstigen Banken .....	– 1,4	0,8	3,8	– 8,6	6,9	– 1,3
mit Nichtbanken .....	–13,7	1,2	2,0	– 2,5	0,6	1,1
Sonstige Transaktionen* .....	6,4	– 0,0	– 2,3	0,1	3,2	– 1,0
Veränderung der Verbindlichkeiten ...	49,1	27,6	8,8	20,8	– 5,4	3,4
Dollartransaktionen für eigene Rechnung .....	48,9	24,5	8,2	19,0	– 5,5	2,8
mit eigenen Auslandsniederlassungen .....	25,6	2,1	1,5	10,8	–10,8	0,6
mit sonstigen Banken .....	9,9	14,4	4,2	5,1	3,0	2,2
mit Nichtbanken .....	13,4	7,9	2,5	3,1	2,3	0,0
Sonstige Transaktionen* .....	0,2	3,1	0,6	1,8	0,1	0,6

\* Einschl. der Transaktionen in Fremdwährungen, der Auslandsforderungen inländischer Bankkunden und der Depotverbindlichkeiten der Banken.

einem Rückgang von \$ 1,2 Mrd. im Jahre 1984. Der größte Teil dieses Umschwungs ist der weiterhin deutlichen Verminderung neuer Ausleihungen an Nicht-OPEC-Entwicklungsländer zuzuschreiben, die im vergangenen Jahr nur \$ 3,2 Mrd. an neuen Mitteln erhielten (einschließlich der in Zusammenhang mit Stabilisierungsprogrammen oder Umschuldungsabkommen gewährten Kredite). Die Expansion der Auslandsverbindlichkeiten der Banken verlangsamte sich, weil die Mittelaufnahme der US-Banken bei ihren ausländischen Niederlassungen, auf deren Konto 1983 etwa die Hälfte der insgesamt über die Banken geleiteten Bruttozuflüsse ging, im vergangenen Jahr im Grunde zum Stillstand kam.

Der Kapitalverkehr über US-Banken wurde während des Berichtsjahres, wie im einzelnen in Kapitel VI erörtert, von drei wichtigen Entwicklungen beeinflusst: Erstens vergrößerte sich das Zinsgefälle zwischen dem Dollar und anderen wichtigen Währungen bis Juli 1984 zunehmend und stellte während dieses Zeitraums einen starken Anreiz für Einlagen bei Banken in den USA dar. Zweitens kam es im zweiten Quartal zu großen Bruttoabflüssen, als die US-Banken bei ihren ausländischen Niederlassungen die Einlagenabzüge ausglich, die sich aus der Sorge ergeben hatten, daß einige US-Banken Verluste aus ihrem inländischen Kreditgeschäft erleiden könnten (diese kehrten sich in der Folge freilich wieder um). Darüber hinaus gab es umfangreiche Abflüsse zu ausländischen Bankkonsortien, die zur Finanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen in den USA gebildet worden waren. Drittens scheinen Risiko- und Zinsüberlegungen ausländische Investoren gegen Ende des Jahres bewogen zu haben, von Bankeinlagen auf Anlagen an den US-Wertpapiermärkten überzugehen.

Betrachtet man kurz die regionale Verteilung der Kapitalströme zwischen den USA und den wichtigen Ländergruppen, so zeigt die nachstehende Tabelle, daß in den zwei vergangenen Jahren der größte Teil der Nettokapitalströme in die USA (ohne Transaktionen der US-Regierung und Veränderungen offizieller Forderungen und Verbindlichkeiten) aus den Industrieländern und dort insbesondere aus Westeuropa gekommen ist. Das augenfälligste Merkmal war jedoch, daß Japan gegenüber den USA als größerer Kapitalanbieter auftrat. Der gesamte Nettokapitalstrom von Japan in die USA weitete sich von \$ 2 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 12,4 Mrd. im Jahre 1984 aus, was ein Viertel der Zunahme der in der Tabelle statistisch erfaßten gesamten Nettokapitalzuflüsse ausmachte. Dieser Zuwachs verkörpert im Grunde

USA: Regionale Verteilung der statistisch erfaßten Kapitalströme 1983/84

	Insgesamt		Westeuropa		Japan <sup>1</sup>		Übrige Industrieländer <sup>1,2</sup>		Sonstige Länder	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984
	Milliarden US-Dollar									
Privater Nichtbankensektor der USA (netto) .....	0,7	34,5	2,8	12,9	2,9	3,1	- 4,5	8,0	- 0,5	10,5
Sonstiger Privatsektor (netto) <sup>3</sup> .....	32,4	42,7	18,6	17,8	- 0,9	9,3	7,7	- 0,2	7,0	15,8
Insgesamt .....	33,1	77,2	21,4	30,7	2,0	12,4	3,2	7,8	6,5	26,3

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Australien, Kanada, Neuseeland und Südafrika. <sup>3</sup> Nettokapitalströme über US-Banken und Nettoerwerb von US-Schatzpapieren durch Gebietsfremde.

zur Gänze Neuanlagen von Mitteln Gebietsfremder, von denen vermutlich ein großer Teil in Portfolioinvestitionen ging. Auch beim Nettokapitalzufluß aus Nicht-industrielländern war 1984 eine sehr starke Zunahme zu verzeichnen, und zwar von \$ 6,5 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 26,3 Mrd. Wenngleich der Großteil der Veränderung eine Verringerung der Anlagen US-Gebietsansässiger in diesen Ländern widerspiegelt, so veranlaßte die anhaltende Attraktivität des Dollars doch auch Gebietsfremde, umfangreiche Beträge bei Banken in den USA und auf dem US-Wertpapiermarkt anzulegen.

Die statistisch nicht erfaßten Mittelzuflüsse, auf die das erneute starke Wachstum der positiven statistischen Diskrepanz in der US-Zahlungsbilanz hinweist, können definitionsgemäß nicht mit Sicherheit bestimmten Teilen der Kapitalbilanz zugerechnet werden. Zwei der Hauptquellen der letztjährigen Kapitalzuflüsse in die USA – Käufe von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde und Auslandskapitalaufnahmen von US-Unternehmen – werden jedoch in der Zahlungsbilanzstatistik nicht sehr genau erfaßt, und diese Zuflüsse könnten teilweise nicht als solche identifiziert worden sein.

Im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr wurde das große Leistungsbilanzdefizit vollständig dadurch finanziert, daß private Gebietsfremde Nettoforderungen gegenüber den USA erwarben; und im gleichen Zeitraum stieg der effektive Wechselkurs des Dollars um 14%. Diese Entwicklungen weisen darauf hin, daß die Kapitalzuflüsse „autonom“ waren und selbst zum Leistungsbilanzdefizit beitrugen, indem sie den Wert des Dollars hinaufdrückten. Die in den Jahren 1983 und 1984 erfolgte ausgeprägte Veränderung der relativen Bedeutung von kurzfristigen Kapitalströmen über die Banken und langfristigen Zuflüssen von Nichtbanken kann als Hinweis dafür genommen werden, daß die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits im vergangenen Jahr auf eine weniger unbeständige Basis gestellt wurde. Diese Schlußfolgerung kann jedoch nur in dem Ausmaß bestätigt werden, als die Nettokäufe von US-Wertpapieren einen Prozeß der Portfeuilleanpassung widerspiegeln. Ein bestimmter Teil der im vergangenen Jahr in Wertpapiere investierten Zuflüsse kann einer solchen Portfeuilleumschichtung zugeschrieben werden, und es ist möglich, daß dieser Prozeß noch für einige Zeit anhält. Im allgemeinen wird jedoch der Erwerb ausländischer Wertpapiere von den gleichen Überlegungen getragen, wie sie für andere private internationale Kapitaltransaktionen gelten, nämlich der Einschätzung der relativen Erträge aus Anlagen in verschiedenen Währungen. Der übrige Teil der Transaktionen mit diesen Wertpapieren, die marktfähig sind, kann ebenso rasch und einschneidend umschwenken wie Transaktionen mit kurzfristigen Aktiva. Ferner entsprachen die bekanntermaßen unbeständigen Kapitalströme über Banken sowie statistisch nicht erfaßte Kapitalbewegungen der Hälfte des US-Leistungsbilanzdefizits 1984, und zusätzlich fanden beträchtliche Nettozuflüsse in den US-Unternehmenssektor statt, die vor allem in Übereinstimmung mit den Bedingungen der Kreditnachfrage und des Kreditangebots an den nationalen und internationalen Finanzmärkten schwanken.

Aus dem Übergewicht von leicht umkehrbaren Kapitalzuflüssen in die USA im Jahre 1984 kann nicht geschlossen werden, daß das Leistungsbilanzdefizit, das ja in keinem Fall rasch verringert werden kann, künftig nicht mit der gleichen Leichtigkeit wie in der Vergangenheit oder jedenfalls nur unter Inkaufnahme plötz-

licher Veränderungen der Bedingungen an den Devisen- und Finanzmärkten finanziert werden kann. Das Fortdauern eines gewaltigen Leistungsbilanzdefizits kann gleichzeitig jedoch auch zu einem immer wichtigeren, das Vertrauen der Marktteilnehmer in Dollaraktiva beeinflussenden Faktor werden, wodurch sich die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung des Dollarkurses rasch ändern könnten. In diesem Falle könnte eine weitgehende Veränderung der relativen Zinssätze und Wechselkurse erforderlich werden, um private Anleger zu bewegen, ihrem vorhandenen Bestand in erheblichem Umfang weitere Dollaraktiva hinzuzufügen.

Die Entwicklung der Zahlungsbilanz *Japans* war 1984 im wesentlichen das Spiegelbild jener der USA. Nicht nur, daß es in den Leistungs- und Kapitalbilanzen der beiden Länder gewaltige Verschiebungen in entgegengesetzten Richtungen gab, bedeutende Teile der Veränderungen in den Außenbilanzen der beiden Länder entsprachen einander auch direkt. *Japans* Leistungsbilanzüberschuß stieg im vergangenen Jahr um mehr als \$ 14 Mrd. auf einen neuen Rekordstand von \$ 35 Mrd. Das Defizit aus der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz fiel in erster Linie aufgrund höherer Nettokapitalerträge um \$ 1,3 Mrd. Der größte Beitrag zur Verbesserung der Leistungsbilanz ergab sich jedoch dadurch, daß der Handelsüberschuß kräftig anstieg.

Die Zunahme der Nettowarenexporte von \$ 31,5 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 44,4 Mrd. im Jahre 1984 ist zwar teilweise auf einen Terms-of-trade-Gewinn von 2½% zurückzuführen, spiegelte jedoch hauptsächlich Veränderungen im Handelsvolumen wider. Die Ausweitung des Exportvolumens verdoppelte sich fast auf 16% und übertraf somit das Wachstum der japanischen Exportmärkte im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr um etwa 5 Prozentpunkte, obwohl der reale effektive Wechselkurs des Yen während der vergangenen zwei Jahre um 6% anstieg. Freilich ist dieser Aufwertungssatz ein Durchschnittswert, der eine reale Abwertung von 3% gegenüber dem Dollar in sich birgt, die aber durch eine Wertsteigerung von 13% gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen mehr als aufgewogen wurde. Die Exporte in die USA, die allein ein Drittel des Auslandsabsatzes *Japans* ausmachen, dürften sich in den beiden vergangenen Jahren mengenmäßig um etwa 70% oder nahezu doppelt so rasch wie das Wachstum der realen US-Importnachfrage insgesamt ausgeweitet haben. Die Exporte nach Europa stiegen real um fast 20% und damit bei weitem nicht so stark. Trotzdem war dies eine viel raschere Expansion als jene der realen Importe der europäischen Länder und schloß deutliche Marktanteilsgewinne ein.

Die außergewöhnliche Leistung der japanischen Exporteure ist teilweise der Wettbewerbskraft zuzuschreiben, die der industrielle Sektor *Japans* während der vergangenen Dekade aus den strukturellen Anpassungen an Veränderungen der relativen Preise und dem technischen Fortschritt zog. Der Erfolg der Strategie, die Struktur der Industrieproduktion weg von der Grundstoffverarbeitung hin zu neuen Produktionen mit höherer Wertschöpfung und hochtechnologischen Erzeugnissen (insbesondere im Elektroniksektor) neu auszurichten, wurde in den letzten beiden Jahren besonders deutlich, als japanische Erzeuger in der Lage waren, auf einen Aufschwung der Auslandsnachfrage, der zweifellos bei den hochtechnologischen Erzeugnissen stärker war als das gesamte Importwachstum der Handelspartner *Japans*, schnell zu reagieren.

Japan: Veränderung der Handelsströme nach Warengruppen 1983/84\*

Jahr	Exporte			Importe				
	Insgesamt	Maschinen und Ausrüstung	Sonstige	Insgesamt	Rohstoffe	Mineralöl	Gewerbliche Produkte	Nahrungsmittel
	Milliarden US-Dollar							
1983	8,1	9,0	- 0,9	- 5,5	- 0,7	- 6,7	1,5	0,4
1984	23,2	20,2	3,0	10,1	1,3	1,4	6,3	1,1

\* Zollstatistik; Importe: cif.

Die Veränderungen bei der warenmäßigen Zusammensetzung der Exporte Japans zeigen deutlich den Einfluß der strukturellen Anpassungen, die es den japanischen Exporteuren ermöglichten, in sich neu entwickelnde und stark expandierende Märkte für bestimmte Produkte einzudringen. Wie der obenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, kann eigentlich der gesamte Exportzuwachs von \$ 31,3 Mrd. während der beiden vorangegangenen Jahre auf Verkäufe von Maschinen und anderen Ausrüstungsgütern zurückgeführt werden, die sich seit 1982 um 32% ausweiteten und deren Anteil an den gewerblichen Exporten insgesamt von 72% im Jahre 1982 auf 77% im Jahre 1984 stieg. Im Vergleich dazu nahmen die traditionellen Exporte – wie Textilien und Chemikalien – nur geringfügig zu oder verringerten sich wie im Fall der Metallerzeugnisse.

Die Veränderungen in der regionalen Verteilung des Handels in Dollarwerten, wie sie in der untenstehenden Tabelle ausgewiesen werden, zeigen an, daß \$ 23,6 Mrd. oder 75% der Gesamtzunahme der Exporte der letzten beiden Jahre auf den US-Markt entfielen. Der Wert der Exporte nach Südostasien stieg um 28%, wohingegen sich die Verkäufe in Europa um vergleichsweise bescheidene 11% ausweiteten, da dort die Auswirkungen der recht flauen Nachfrage durch die relative Stärke des Yen gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen verstärkt wurden.

Japan: Veränderung der regionalen Handelsverteilung 1983/84<sup>1</sup>

Jahr	Insgesamt	Industrielländer				Entwicklungsländer				Ost-europa
		Zusammen	USA	West-europa	Sonstige	Zusammen	Südost-asien <sup>2</sup>	Naher Osten	Sonstige	
	Milliarden US-Dollar									
Exporte										
1983	8,1	8,6	6,5	1,5	0,6	0,4	4,1	0,2	- 3,9	- 0,9
1984	23,2	19,9	17,1	0,9	1,9	4,0	4,6	- 3,0	2,4	- 0,7
Importe										
1983	- 5,5	0,9	0,5	0,9	- 0,5	- 6,3	- 2,2	- 4,0	- 0,1	- 0,1
1984	10,1	5,4	2,2	2,0	1,2	4,6	4,8	- 0,7	0,5	0,1

<sup>1</sup> Zollstatistik; Importe: cif.

<sup>2</sup> Einschl. der Volksrepublik China.

Auch das Wachstum des Importvolumens beschleunigte sich kräftig von etwas mehr als 1% im Jahre 1983 auf etwa 11% im Jahre 1984. Die realen Importe von

Rohstoffen und Mineralöl stiegen um 4 bzw. 8%; der größte Zuwachs aber war mit 20% bei den Importen gewerblicher Erzeugnisse zu verzeichnen. Der Mengenzuwachs bei Rohstoffen und Mineralöl fand vor allem in den ersten Monaten statt und spiegelte hauptsächlich einen Wiederaufbau der Lager wider. Als die inländische Nachfrage im weiteren Jahresverlauf zum Hauptträger der Erholung wurde, beschleunigten sich die Importe gewerblicher Güter rasch. Diese Entwicklung bestätigte, daß sich die seit einiger Zeit wahrnehmbare Veränderung der Importzusammensetzung weg von Rohstoffen und Mineralöl und hin zu gewerblichen Produkten fortsetzt. Demzufolge sanken Rohstoff- und Mineralölanteil an den gesamten Importen 1984 weiter, und zwar auf 59 gegenüber 64% zwei Jahre zuvor. Von der regionalen Aufteilung her betrachtet, stammt der Importzuwachs ungefähr zu gleichen Teilen aus den Industrieländern und den Entwicklungsländern in Südostasien.

Der Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses im Jahre 1984 entsprach fast vollständig der Anstieg der Nettokapitalabflüsse aus Japan um \$ 13,4 Mrd.; die Nettowährungsreserven stiegen um \$ 2,4 Mrd.

Während Japans hohe Sparquote der Hauptgrund für seine traditionelle Rolle als Nettokapitalexporteur war – mit der Ausnahme kurzer Perioden befand sich die Kapitalbilanz seit Anfang der siebziger Jahre im Minus –, spiegelten 1984 der deutliche Anstieg und wiederholte Verschiebungen in der Zusammensetzung der Kapitalexporte den Einfluß zweier anderer Faktoren wider. Erstens waren die inländischen Zinsen das ganze Jahr hindurch wesentlich niedriger als jene auf Dollaranlagen, und darüber hinaus weitete sich die Zinsdifferenz zugunsten der Dollaranlagen während des größten Teils des Jahres beträchtlich aus. Zweitens wurde gegen Ende 1983

Japan: Kapitalverkehr 1983/84

	1983	Jahr	1. Quartal	1984 2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Kapitalbilanz .....	-21,3	-36,9	- 4,2	- 8,8	-11,0	-12,9
Langfristiges Kapital (netto) .....	-17,7	-49,8	- 5,8	-14,3	-12,4	-17,3
Deviseninländerkapital .....	-32,5	-56,9	- 9,4	-13,7	-14,3	-19,5
darunter:						
Direktinvestitionen im Ausland ...	- 3,6	- 6,0	- 1,6	- 1,8	- 1,4	- 1,2
Handelskredite .....	- 2,6	- 5,1	- 1,2	- 1,0	- 1,2	- 1,7
Sonstige Kredite .....	- 8,4	-11,9	- 2,5	- 2,7	- 4,6	- 2,1
Wertpapiere .....	-16,0	-30,8	- 3,9	- 6,6	- 6,8	-13,6
Devisenausländerkapital .....	14,8	7,1	3,6	- 0,6	1,9	2,2
darunter:						
Wertpapiere .....	8,5	- 0,2	1,7	- 2,9	- 0,0	1,1
Auslandsanleihen .....	5,7	7,4	1,9	2,1	2,2	1,1
Kurzfristiges Kapital (netto) .....	- 3,6	12,9	1,6	5,5	1,4	4,4
darunter:						
Kapitalströme über Banken ....	- 3,6	17,6	3,7	5,5	3,4	5,0
Statistische Diskrepanz .....	2,1	4,3	0,0	- 0,9	2,4	2,8
Veränderungen der Nettowährungsreserven (- = Zunahme) .....	- 1,6	- 2,4	- 0,6	- 0,3	- 0,1	- 1,4

und Anfang 1984 eine Reihe von Maßnahmen zur weiteren Liberalisierung von Japans Kapitalmärkten eingeleitet, die den Nettokapitalexporten alles in allem einen zusätzlichen Anstoß gaben.

Wie die vorstehende Tabelle zeigt, war das augenfälligste Merkmal die gewaltige Zunahme der Käufe ausländischer Wertpapiere durch Deviseninländer von \$ 16 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 30,8 Mrd. im Jahre 1984. Diese Zunahme setzte sich zur Gänze aus Anlagen in Schuldverschreibungen zusammen, wovon ungefähr 15% auf dem japanischen Markt umlaufende ausländische Obligationen waren. Abgesehen von den Anreizen, welche die hohen Erträge auf ausländische Wertpapiere boten, scheint der Abfluß langfristigen Kapitals durch vor kurzem beschlossene Maßnahmen angeregt worden zu sein, die den Zugang von Devisenausländern zum japanischen Kapitalmarkt erleichtern. Noch wichtiger ist vielleicht die Tatsache, daß die Ende 1980 erfolgte Liberalisierung des Kapitalverkehrs großen institutionellen Anlegern die Möglichkeit bot, ihre Portefeuilles zu diversifizieren. Obwohl risikomindernde Regelungen die Anlage in Fremdwährungspapieren auf 10% des Portefeuilles begrenzen, gestattete das rasche Aktivawachstum den Versicherungsgesellschaften und Treuhandbanken, ihre Bestände an ausländischen Wertpapieren beträchtlich zu vergrößern. So haben die Lebensversicherungen im Zwölfmonatszeitraum bis Oktober 1984 ausländische Wertpapiere im Ausmaß von \$ 8,6 Mrd. erworben, während die Treuhandbanken ihren Beständen 1984 ausländische Wertpapiere im Gegenwert von \$ 6 Mrd. hinzufügten.

Außer den großen Abflüssen aus dem Portefeuillekapital Gebietsansässiger stiegen die Direktinvestitionen im Ausland um \$ 2,4 Mrd. – nicht zuletzt wegen der Anstrengungen der japanischen Produzenten, den protektionistischen Maßnahmen durch eine Verlagerung der Produktion in andere Länder zu begegnen –, und die neuen langfristigen Handelskredite verdoppelten sich fast auf \$ 5,1 Mrd., was sowohl Zinsfaktoren als auch den Aufschwung im Außenhandel widerspiegelt. Die langfristigen Kredite – überwiegend Yen-Ausleihungen der Banken – nahmen um \$ 3,5 Mrd. zu, und zwar teilweise wegen der Attraktivität der relativ niedrigen inländischen Zinsen, aber auch wegen der Aussetzung der Richtlinien, auf deren Basis das Finanzministerium die Auslandskreditvergabe kontrollierte, ab Oktober 1983 und deren endgültiger Abschaffung am 1. April 1984.

Die Anlage langfristiger Mittel in Japan durch Devisenausländer erfolgt traditionell in Form von Portfolioinvestitionen. Der Rückgang der Portefeuillezuflüsse von \$ 14,2 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 7,2 Mrd. im Jahre 1984 war zur Gänze umfangreichen Auflösungen von Aktienbeständen zuzuschreiben. Die Zahlen über die Aktientransaktionen deuten auf Nettoverkäufe durch Devisenausländer in Höhe von \$ 7,2 Mrd. im Jahre 1984. Im Vergleich dazu nahmen die aus Verkäufen von Auslandsobligationen resultierenden Zuflüsse um \$ 1,7 auf 7,4 Mrd. im Jahre 1984 zu, und zwar, weil die am 1. April 1984 wirksam gewordene Lockerung der Richtlinien für die Begebung von mit Yen-Währungsswaps kombinierten Fremdwährungsobligationen die japanischen Unternehmen zu einer Steigerung ihrer Emissionstätigkeit veranlaßte.

Die umfangreichen Abflüsse an langfristigem Kapital wurden in gewissem Ausmaß durch kurzfristige Nettokapitalzuflüsse über Banken ausgeglichen, was beim Saldo der kurzfristigen Kapitalbewegungen einen Umschwung von Nettoab-

flüssen in Höhe von \$ 3,6 Mrd. im Jahre 1983 zu Nettozuflüssen von \$ 12,9 Mrd. im Jahre 1984 bewirkte. Diese Nettokapitalzuflüsse können durch die wachsende inländische Kreditnachfrage und durch die Beseitigung der Grenzen, bis zu welchen die Banken Fremdwährungen in Yen umtauschen durften, angeregt worden sein.

### **Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe**

Die Veränderungen der Leistungsbilanzen der übrigen Zehnergruppenländer waren 1984 von weit geringerem Ausmaß als diejenigen in den USA und Japan. Im allgemeinen haben sich die Leistungsbilanzen im vergangenen Jahr tendenziell verbessert – vor allem in Frankreich –, aber es gab auch, so in Großbritannien und Italien, recht einschneidende Verschlechterungen.

Im Außenhandelsbereich beschleunigte sich das Mengenwachstum, wie bereits erwähnt, im Jahre 1984 erheblich, wobei der Anstieg der realen Exporte in den meisten Ländern jenen der realen Importe um eine beträchtliche Spanne übertraf. Freilich wurde das höhere Volumenwachstum aufgrund der Dollaraufwertung größtenteils durch sinkende Dollarstückpreise ausgeglichen, so daß der Handel in laufenden Dollarwerten nur geringe Veränderungen aufweist. Die rasche Expansion der realen Exporte war im allgemeinen das Ergebnis beschleunigt wachsender Exportmärkte und des Gewinns an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, der insbesondere die Verkäufe in die USA und, in geringerem Ausmaß, nach Japan begünstigte. Der Aufschwung des realen Importwachstums war größtenteils der wirtschaftlichen Erholung zuzuschreiben.

In *Frankreich* verbesserte sich die Leistungsbilanz im Jahre 1984 um \$ 4,3 Mrd. und befand sich damit im Gleichgewicht. Im Grunde ergab sich die gesamte Veränderung im Bereich der Handelsbilanz, deren Defizit hauptsächlich unter dem Einfluß der inländischen Nachfragedrosselung sank. Das Importvolumen weitete sich nur um 2½% und damit wesentlich weniger aus als in jedem anderen Land der Zehnergruppe. Die Zunahme des Exportvolumens um 5½% hielt hauptsächlich deswegen nicht mit dem Wachstum der Exportmärkte mit, weil die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber einigen EG-Handelspartnern abnahm. Auch im Falle der *Niederlande*, *Belgiens* und *Schwedens* war die Stärkung der Handelsbilanz der entscheidende Grund für eine Verbesserung der Leistungsbilanz um je etwa \$ 1 Mrd. Der Leistungsbilanzüberschuß der Niederlande erreichte \$ 4,8 Mrd. und war im Verhältnis zum Sozialprodukt der größte der Länder der Zehnergruppe. In Belgien und Schweden wies die Leistungsbilanz erstmals seit Mitte der siebziger Jahre kleine Überschüsse auf.

In *Deutschland* und in der *Schweiz* spiegelte der Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses um \$ 1,8 bzw. 0,2 Mrd. im wesentlichen Veränderungen bei den „unsichtbaren“ Transaktionen wider, die wiederum auf Entwicklungen der Kapitalertragsbilanz beruhten. Allerdings verzeichneten beide Länder auch eine kräftige mengenmäßige Verbesserung in der Handelsbilanz, die nahezu vollständig die Auswirkungen sich verschlechternder Terms of trade ausglich. In Deutschland nahm das Exportvolumen um 9% zu, worin sich einige Marktanteilsgewinne bei



den Haupthandelspartnern – insbesondere in den USA, wo die Verkäufe dem Volumen nach um fast 28% hochschnellten – widerspiegeln. Die realen Importe nahmen um 5% zu, aber ihr Wachstum verlangsamte sich im Laufe des Jahres. Der saisonbereinigte Handelsüberschuß stieg vom ersten zum zweiten Halbjahr 1984 um \$ 3,2 Mrd.

In *Kanada* blieb der Leistungsbilanzüberschuß im Grunde unverändert, wobei eine Zunahme des Handelsüberschusses um \$ 1,7 Mrd. durch eine Vergrößerung des Defizits in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 1,6 Mrd. nahezu aufgewogen wurde. Die Handelsbilanz verdankt viel von ihrer Verbesserung dem Aufschwung in den USA, der insbesondere den bilateralen Handel mit Kraftfahrzeugen und Ersatzteilen expandieren ließ. Die starke Ausweitung des Handels mit diesen Produkten war der Hauptgrund dafür, daß Export- und Importvolumen um 22 bzw. 20% wuchsen.

In zwei wichtigen europäischen Ländern der Zehnergruppe, nämlich *Großbritannien* und *Italien*, verschlechterte sich die Leistungsbilanz im vergangenen Jahr deutlich. Der britische Leistungsbilanzüberschuß verschwand, teilweise aufgrund der nachteiligen Folgen des Bergarbeiterstreiks für die Handelsbilanz (mit und ohne Öl gerechnet). Der Ölhandelsüberschuß fiel um \$ 0,7 Mrd., und das Handelsdefizit (ohne Öl) erweiterte sich um \$ 3 Mrd.; ein großer Teil davon ist mit höheren Nettoimporten von gewerblichen Erzeugnissen zu erklären. Während sich das Exportwachstum bei den gewerblichen Erzeugnissen im vergangenen Jahr mit real 10% kräftig erholte, wurde es von der 11prozentigen Expansion der realen Importe noch übertroffen, obwohl die relativen konjunkturellen Bedingungen günstiger waren und der reale effektive Wechselkurs des Pfund Sterling weiter sank. In *Italien* schwang die Leistungsbilanz wieder zu einem Defizit zurück, und zwar in Höhe von \$ 3,1 Mrd. Die deutlich zunehmende Binnennachfrage ließ das Importvolumen um 9% wachsen, während die Verringerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den europäischen Handelspartnern das reale Exportwachstum auf 5% beschränkte.

Die nachstehende Tabelle faßt die Kapitalbilanzen der Länder der Zehnergruppe für die Jahre 1983 und 1984 kurz zusammen. Unter Außerachtlassung der USA können zwei Ländergruppen unterschieden werden: Japan, Deutschland, Großbritannien, Kanada, die Niederlande und die Schweiz, die alle während der letzten drei Jahre Leistungsbilanzüberschüsse und beträchtliche Nettokapitalexporte verzeichneten, werden als „kapitalexportierende Länder“ klassifiziert. Die anderen Länder der Zehnergruppe, die als „kapitalimportierende Länder“ eingeordnet werden, haben während dieses Zeitraums Leistungsbilanzdefizite gehabt und griffen auf Auslandskredite zurück.

Mit der kräftigen Zunahme der Kapitalzuflüsse in die USA im Jahre 1984 ging ein deutlicher Zuwachs bei den langfristigen Nettokapitalabflüssen aus bestimmten Ländern der Zehnergruppe einher, was in gewissem Ausmaß durch kurzfristige Nettokapitalzuflüsse ausgeglichen wurde. Die Veränderungen der aggregierten Kapitalbewegungen standen zwar, wie weiter oben erörtert, im Zeichen der Entwicklungen in Japan, aber auch die Kapitalbilanzen einiger anderer Länder wiesen deutliche Bewegungen in die gleiche Richtung auf.

Zehnergruppenländer: Aufgliederung der Kapitalströme 1983/84

	1983	1984
	Milliarden US-Dollar	
USA <sup>1</sup> .....	37,6	102,1
Übrige Zehnergruppenländer .....	– 21,6	– 42,3
Langfristiges Kapital (netto) .....	– 38,3	– 82,3
Kapitalexportierende Länder <sup>2</sup> .....	– 43,8	– 84,4
darunter: Japan .....	– 17,7	– 49,8
Kapitalimportierende Länder <sup>3</sup> .....	5,5	2,1
Kurzfristiges Kapital (netto) <sup>4</sup> .....	16,7	40,0
Kapitalexportierende Länder <sup>2</sup> .....	5,1	31,9
darunter: Japan .....	– 1,5	17,2
Kapitalimportierende Länder <sup>3</sup> .....	11,6	8,1

<sup>1</sup> Lang- und kurzfristiges Kapital einschl. der statistischen Diskrepanz. <sup>2</sup> Japan, Deutschland, Großbritannien, Kanada, die Niederlande und die Schweiz. <sup>3</sup> Belgien, Frankreich, Italien und Schweden. <sup>4</sup> Einschl. des Restpostens in der Zahlungsbilanz.

In Großbritannien und Deutschland nahmen im vergangenen Jahr die langfristigen Nettokapitalabflüsse beträchtlich zu. In *Großbritannien* stiegen sie 1984 gegenüber dem Vorjahr von \$ 9,6 auf 16,4 Mrd., was hauptsächlich auf den kräftigen Anstieg der Nettokäufe von variabel verzinslichen Obligationen und anderen marktfähigen Anlageinstrumenten durch Banken von \$ 3,7 auf 9,3 Mrd. zurückzuführen ist. Die bislang üblichen, langfristigen Fremdwährungsausleihungen durch Banken versiegten im vergangenen Jahr praktisch. Der Portefeuilleanpassungsprozeß der Nichtbanken, der seit der Beseitigung der Devisenkontrolle im Jahre 1979 einer der Hauptgründe für langfristige Kapitalexporte war, verlangsamte sich 1984 deutlich, wobei sich der Nettoerwerb ausländischer Wertpapiere lediglich auf \$ 2 Mrd. oder etwa ein Drittel des Durchschnitts der Jahre 1980–83 belief. Außerdem trug der Erwerb eines US-Tochterunternehmens durch eine Ölgesellschaft sowohl in Großbritannien als auch in den Niederlanden zu deutlich höheren Nettoabflüssen bei den Direktinvestitionen bei. In *Deutschland* spiegelte andererseits die Zunahme der langfristigen Nettokapitalabflüsse von \$ 3,2 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 4,7 Mrd. im Jahre 1984 eine Verringerung der Nettozuflüsse aus Portfoliotransaktionen um \$ 3,7 Mrd. wider, welche den Rückgang anderer langfristiger Nettokapitalexporte mehr als ausglich. Der Kauf ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige stieg 1984 um \$ 1,2 Mrd., während Neuanlagen von Gebietsfremden in deutschen Wertpapieren um \$ 2,5 Mrd. sanken. In diesen Entwicklungen schlug sich der geringere Erwerb öffentlicher Schuldscheine nieder, während ausländische Anlagen in deutschen Schuldverschreibungen – die 1984 kuponsteuerfrei wurden – etwas größer waren als 1983.

Von den Ländern, die in den vergangenen drei Jahren Kapitalimporteure waren, verzeichnete *Frankreich* die größten Veränderungen: Die langfristigen Nettokapitalimporte, in erster Linie solche des öffentlichen Sektors, verringerten sich parallel zum Rückgang des Leistungsbilanzdefizits von \$ 5,5 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 0,5 Mrd. im Jahre 1984. In *Schweden* ging der Nettokapitalimport aus Auslandskreditaufnahmen der öffentlichen Hand von \$ 2,5 Mrd. im Jahre 1983 auf nahezu Null im Jahre 1984 zurück.

Die deutliche Zunahme der kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse in die Länder der Zehnergruppe ohne die USA ergab sich hauptsächlich – auch wenn sie teilweise der Umkehr der japanischen kurzfristigen Kapitalströme über Banken zuzuschreiben ist – aus einem Anstieg der Mittelaufnahmen in Fremdwährung durch Banken in Großbritannien im Ausmaß von \$ 11,6 Mrd., mit denen sie ihre umfassenden Käufe von variabel verzinslichen Notes finanzierten.

### Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen

In den *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe* ging das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit im letzten Jahr weiter um \$ 3,1 auf 11,2 Mrd. zurück. Die gesamte Verbesserung vollzog sich in der Handelsbilanz und war Ausdruck der günstigen Entwicklung des realen Außenhandels. Für die Gruppe insgesamt verdoppelte sich die Zuwachsrates des Exportvolumens auf 10%. Gleichzeitig induzierte jedoch die vom Export getragene Konjunkturerholung in zahlreichen Ländern dieser Gruppe auch eine kräftige Belebung der Nachfrage nach Importgütern, die 1984 – nach einer leichten Abschwächung im Jahre 1983 – real um etwa 8% expandierte.

Die bei weitem markanteste Verbesserung innerhalb dieser Ländergruppe verzeichnete Spanien, das aufgrund der Dämpfung der Binnennachfrage und der sich mit Verzögerung einstellenden Effekte der realen Abwertung der Landeswährung den Saldo seiner Leistungsbilanz um \$ 4,5 Mrd. verbessern konnte und einen Überschuß von \$ 2 Mrd. aufwies. Der Umschwung betraf in erster Linie die Handelsbilanz, deren Defizit sich durch einen Anstieg des Exportvolumens um 18%, eine verhaltene Zunahme der realen Importe und eine 3prozentige Verbesserung der Terms of trade um \$ 3,4 Mrd. verringerte. Ähnlich, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt, verlief die Entwicklung in Portugal, dessen Leistungsbilanzdefizit sich um \$ 0,5 Mrd. verminderte. Seinen Überschuß weiter erhöhen konnte Norwegen, und zwar um \$ 1,3 auf 3,5 Mrd., was 6½% des Bruttosozialprodukts entsprach. Eine sehr deutliche Verbesserung des realen Austauschverhältnisses um 7%, die im wesentlichen auf einen Rückgang der Durchschnittswerte der Importe Norwegens zurückzuführen war, glich die leichte reale Verringerung des Handelsbilanzüberschusses mehr als aus. In Finnland waren in erster Linie die schwache Importnachfrage und die Steigerung des Absatzes auf den westlichen Exportmärkten für die Verbesserung der Leistungsbilanz um \$ 0,9 Mrd. verantwortlich.

Verschlechtert hat sich am deutlichsten die Leistungsbilanz Australiens, dessen Defizit sich um \$ 2,2 auf 8 Mrd. bzw. 4½% des Sozialprodukts ausweitete. Die Ein- und Ausfuhren nahmen mit 19 bzw. 17% mengenmäßig sprunghaft zu, da die starke Inlandsnachfrage mit einem kräftigen Wachstum der Exportmärkte einherging. Die reale Verschlechterung der Handelsbilanz wurde durch Einbußen von 3% bei den Terms of trade noch verstärkt. Außerdem ließen höhere Zinsen und zunehmende Nettoauslandsverbindlichkeiten das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 1,4 Mrd. ansteigen.

Die Kapitalzuflüsse in die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe bewegten sich im Jahre 1984 mit \$ 17½ Mrd. auf dem Niveau des Vorjahres. Die

Verbesserung der gemeinsamen Leistungsbilanzposition kam somit in einer entsprechend kräftigeren Aufstockung der Währungsreserven zum Ausdruck; diese erhöhten sich im letzten Jahr um \$ 6½ Mrd., verglichen mit einer Zunahme von \$ 3 Mrd. im Jahre 1983. Die Auslandsschulden bei den an die BIZ berichtenden Banken wurden gleichzeitig um \$ 2 Mrd. zurückgeführt, so daß vermutlich der in anderer Form erfolgte Kapitalzustrom 1984 um mehr als \$ 6 Mrd. höher war als 1983.

In *Osteuropa* wuchs der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß aus Transaktionen in konvertierbaren Währungen im Jahre 1984 nochmals um schätzungsweise \$ 2 auf 10 Mrd. Die Ausweitung des Handels mit den marktwirtschaftlich orientierten Ländern der westlichen Welt, die 1983 besonders kräftig ausgefallen war, schwächte sich im letzten Jahr ab. Allerdings stiegen die Ausfuhren erneut stärker als die Einfuhren, so daß sich ein Anstieg des Handelsüberschusses um \$ 2 Mrd. ergab, der zu etwa gleichen Teilen auf die UdSSR und die anderen Länder Osteuropas entfiel. Das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen blieb praktisch unverändert, da sich die aus den höheren Dollarzinsen resultierende zusätzliche Belastung beim auf Dollar lautenden Teil der noch nicht getilgten Schulden und die auf einen Abbau der gesamten Nettoverschuldung zurückzuführende Entlastung weitgehend gegenseitig aufhoben. Wie schon 1983 erfolgte der Rückgang der Nettoverschuldung in konvertierbaren Währungen vor allem dadurch, daß die Einlagen bei den an die BIZ berichtenden Banken wechselkursbereinigt um \$ 4,2 Mrd. aufgestockt wurden. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Ländern Osteuropas, die 1983 um \$ 1,3 Mrd. abgenommen hatten, stiegen im letzten Jahr um \$ 0,5 Mrd.; dabei handelte es sich zum größten Teil um Neuausleihungen an die UdSSR.

Das Leistungsbilanzdefizit der *Nicht-OPEC-Entwicklungsländer* nahm 1984 weiter ab, nämlich um \$ 13 auf 22 Mrd. Die Verbesserung vollzog sich ausschließlich in der Handelsbilanz, während der höhere Zinsendienst auf die Auslandsschulden das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 4 Mrd. ansteigen ließ. Das 1983 zu verzeichnende Außenhandelsdefizit in Höhe von \$ 20 Mrd. konnte 1984 fast vollständig abgebaut werden. Mit 11½% war die Zuwachsrates des Exportvolumens mehr als doppelt so hoch wie 1983. Auch das reale Wachstum der Importe beschleunigte sich im letzten Jahr auf 5%; im Jahr zuvor hatte es nur 1% betragen.

Da die Struktur der Exporte und die Fähigkeit, rasch auf die wachsende Nachfrage auf den Weltmärkten zu reagieren, von Land zu Land verschieden waren, verlief die Entwicklung der Leistungsbilanzen der beiden in der nachstehenden Tabelle aufgeführten Gruppen von Nicht-OPEC-Entwicklungsländern 1984 ebenfalls höchst unterschiedlich. Die Länder Asiens (einschließlich Chinas), die sich in zahlreichen Fällen eine industrielle Basis zur Herstellung technologisch anspruchsvoller Produkte aufgebaut haben, konnten ihre Ausfuhren real um 14% steigern, so daß ihre Exporterlöse, nicht zuletzt aufgrund eines leichten Anstiegs der durchschnittlichen Dollarpreise, um \$ 27 Mrd. in die Höhe schnellten. Besonders hohe, mehr als 30% betragende Zuwachsraten erzielten sie auf den Märkten der USA und Australiens, doch auch ihr Handel untereinander und die Exporte in die übrigen Länder weiteten sich stärker aus als der Welthandel insgesamt. Die Einfuhren

Leistungsbilanzsalden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer  
in Asien und Lateinamerika 1982–84

	1982	1983	1984
	Milliarden US-Dollar		
<b>Asien</b>			
Handelsbilanz .....	- 22	- 17	- 8
Exporte .....	145	154	181
Importe .....	-167	-171	-189
Dienstleistungen und Übertragungen (netto) .....	10	10	7
darunter: Zinszahlungen .....	- 11	- 11	- 12
Leistungsbilanz .....	- 12	- 7	- 1
<b>Lateinamerika</b>			
Handelsbilanz .....	5	20	27
Exporte .....	73	74	81
Importe .....	- 68	- 54	- 54
Dienstleistungen und Übertragungen (netto) .....	- 40	- 34	- 35
darunter: Zinszahlungen .....	- 35	- 31	- 32
Leistungsbilanz .....	- 35	- 14	- 8

nahmen ebenfalls spürbar zu, und zwar um \$ 18 Mrd., was vor allem der Beschleunigung des realen Importwachstums auf 8% zuzuschreiben war; sie kamen jedoch nicht an die beachtliche Steigerung der Exporte heran. Infolgedessen halbierte sich das Außenhandelsdefizit der asiatischen Länder auf \$ 8 Mrd., wovon sich zwei Drittel als Verbesserung in der Leistungsbilanz niederschlugen.

In Lateinamerika (einschließlich des karibischen Raums) konnte sich das reale Exportwachstum auf fast 8% nahezu verdoppeln, doch blieb der Zuwachs weit hinter den Steigerungsraten der asiatischen Länder zurück. Die Einfuhren nahmen dem Volumen nach nur um 1½% zu, und die entsprechende reale Verbesserung der Handelsbilanz war der Hauptgrund für die Verringerung des Leistungsbilanzdefizits um \$ 6 auf 8 Mrd. Die leichte Zunahme des Importvolumens stand jedoch in krassem Gegensatz zur Entwicklung in den beiden vorangegangenen Jahren, als diese Länder ihre Einfuhren um 40% gedrosselt hatten. Entscheidenden Anteil an der Veränderung des gemeinsamen Leistungsbilanzsaldos dieser Region hatten die Entwicklungen in den beiden wichtigsten Ländern. Brasilien konnte sein Leistungsbilanzdefizit 1984 gegenüber 1983 wiederum deutlich abbauen, und zwar von \$ 6,8 auf 0,7 Mrd., wobei die Exporterlöse um \$ 5,1 Mrd. stiegen, während für Importe \$ 1,5 Mrd. weniger ausgegeben wurden. Erheblich erleichtert wurde die Importdrosselung, die vor dem Hintergrund einer Ausweitung der Inlandsproduktion um 4½% stattfand, durch die 25prozentige Verringerung der Öleinfuhrmenge, die vor allem aufgrund einer um 40% gesteigerten inländischen Ölförderung möglich war. Die sonstigen Einfuhren veränderten sich dem Volumen nach nicht. In Mexiko stiegen die Importe um 30% auf \$ 11,3 Mrd. Die Ausfuhrerlöse erhöhten sich um \$ 1,8 Mrd.; denn zusätzlich zu etwas höheren Öleinnahmen kam es noch zu einer Zunahme der Exporte gewerblicher Erzeugnisse um 20%. Bei einem kräftigen Außenhandelsüberschuß von \$ 12,8 Mrd. wies die Leistungsbilanz ein beruhigendes Plus von \$ 4,1 Mrd. auf. Allerdings scheint sich in beiden Ländern die Handelsbilanz im ersten Quartal 1985 verschlechtert zu haben.

In den anderen Ländern Lateinamerikas und in den übrigen Entwicklungsländern änderte sich kaum etwas, und trotz einer leicht positiven Entwicklung auf der

Exportseite war der Spielraum für eine Lockerung der restriktiven Einfuhrpolitik im allgemeinen begrenzt.

Der gesamte externe Finanzierungsbedarf der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer – definiert als Summe aus dem Leistungsbilanzdefizit, der gemeldeten Zunahme der Auslandsaktiva (einschließlich offizieller Währungsreserven) und den statistisch nicht erfaßten Kapitalabflüssen – dürfte sich im Jahre 1984 gegenüber 1983 weiter verringert haben, und zwar von \$ 59 auf 50 Mrd. Die Aufgliederung der Finanzierungsströme nach Gläubigern und nach Fristigkeit macht deutlich, daß nach wie vor die Auswirkungen der internationalen Schuldenkrise die Struktur der Kapitalströme in diese Länder bestimmten. Vom Gesamtbetrag der Neuausleihungen an diese Länder wurden im letzten Jahr zwei Drittel bzw. \$ 28 Mrd. als langfristige Mittel von offizieller Seite (einschließlich des IWF) bereitgestellt. Dieser Anteil war damit doppelt so hoch wie in den Jahren vor der Schuldenkrise. Das verbleibende Drittel von \$ 14 Mrd. umfaßte die Neuverschuldung bei den an die BIZ berichtenden Banken in die Höhe von \$ 9 Mrd. – im Vorjahr waren es noch \$ 12 Mrd. gewesen – und andere private Kapitalzuflüsse über insgesamt \$ 5 Mrd., bei denen es sich vorwiegend um Lieferantenkredite und Ausleihungen von Finanzinstituten außerhalb des Berichtssystems der BIZ handelte. Eine Aufgliederung der Ausleihungen nach Fälligkeiten zeigt, daß der Zustrom langfristiger Mittel wie bereits im Vorjahr durch Tilgung kurzfristiger Verbindlichkeiten zum Teil ausgeglichen wurde. Dies war nicht zuletzt eine Folge der Umschuldungsvereinbarungen, die im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zu einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Auslandsschulden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer geführt haben.

Die Auslandsschulden der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer nahmen 1984 – zu laufenden Dollarwerten gerechnet – um \$ 30 auf über 600 Mrd. und

Nicht-OPEC-Entwicklungsländer:  
Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits 1982–84 (Schätzung)

	1982	1983	1984
	Milliarden US-Dollar		
Leistungsbilanzdefizit .....	63	35	22
Zunahme der Auslandsaktiva .....	26	24	28
davon: Devisenreserven .....	– 2	9	18
Sonstige Aktiva <sup>1</sup> .....	28	15	10
Finanzierungserfordernis .....	89	59	50
Direktinvestitionen (netto) .....	11	9	8
Zunahme sonstiger Auslandsverbindlichkeiten .....	78	50	42
davon gegenüber:			
Offiziellen Kreditgebern (langfristig) .....	28	34	28
(darunter: Ziehungen auf den IWF (netto)) .....	(5)	(8)	(4)
Geschäftsbanken <sup>2</sup> .....	20	12	9
Sonstigen .....	30	4	5
davon nach Fristigkeit:			
langfristig .....	60	68	51
kurzfristig .....	18	–18	– 9

<sup>1</sup> Einschl. des Restpostens in der Zahlungsbilanz.

<sup>2</sup> An die BIZ berichtende Banken.

damit nicht ganz so stark wie im Vorjahr zu. Die Zinszahlungen stiegen um schätzungsweise \$ 2 auf 51 Mrd. Der durchschnittliche Zinssatz der Auslandsschulden änderte sich im Jahre 1984 nicht, obwohl der Satz für sechsmonatige Eurodollaranlagen um 1½ Prozentpunkte anstieg. Der Anteil der relativ niedrig verzinslichen Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen Kapitalgebern erhöhte sich im letzten Jahr, und zahlreichen Ländern gelang es, für ihre Schulden bei privaten Geldgebern entweder im Rahmen der normalen Mittelaufnahme an den internationalen Kreditmärkten oder von Umschuldungsabkommen günstigere Konditionen auszuhandeln. Da gleichzeitig die Nicht-OPEC-Länder ihre Exporterlöse erheblich steigern konnten, gingen die Zinszahlungen gemessen am Export von Gütern und Dienstleistungen im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurück, nämlich von 15% im Jahre 1982 auf 13% im Jahre 1984. Natürlich verbergen diese Globalzahlen, wie groß die diesbezüglichen Unterschiede von Land zu Land und von Region zu Region sind. Doch sogar in Lateinamerika, wo die Relation der Zinszahlungen zu den Exporterlösen im Schnitt sechsmal so hoch ist wie in Asien, ermäßigte sich diese für die Beurteilung der Schuldenlast wichtige Meßgröße 1984 um 2 Prozentpunkte.

*Der Anpassungsprozeß in den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern.* Nach allen wirtschaftlichen Grunddaten zu urteilen, ist die Konsolidierung der internationalen Schuldensituation im Jahre 1984 ein gutes Stück vorangekommen. Die zusammengefaßte Leistungsbilanzposition der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer verbesserte sich erheblich, so daß zahlreiche Länder ihre restriktive Wirtschaftspolitik im Inland behutsam lockern, die Importe ausweiten und die Inlandsproduktion wieder auf Wachstumskurs bringen konnten. Außerdem verloren die Liquiditätsprobleme etwas von ihrer Schärfe; da dieser Ländergruppe zudem insgesamt Mittel zufließen, konnte sie ihre Währungsreserven fühlbar aufstocken.

Die alles in allem positive Entwicklung dieser Ländergruppe beruht jedoch zum großen Teil auf der wirtschaftlichen Dynamik der Schwellenländer in Asien, denen es gelang, im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr ihren Anteil an der Weltproduktion und am Welthandel zu erhöhen. In einem Großteil der übrigen Länder dieser Gruppe hat sich die außenwirtschaftliche Position noch nicht so weit gefestigt, daß sie eine tragfähige Ausgangsbasis für eine nachhaltige Besserung bilden könnte. In Afrika und im Nahen Osten waren zahlreiche Länder nicht imstande, die Nachfragebelebung auf den Weltmärkten in nennenswertem Umfang zu nutzen, und aufgrund der anhaltend schwachen Außenhandelsposition fehlen auch der Binnennachfrage die erforderlichen Impulse. Ganz ähnlich war die Entwicklung in Lateinamerika, wo sich die Verbesserung im wesentlichen auf Brasilien und Mexiko konzentrierte, mehrere andere Länder jedoch noch keine Maßnahmen zur Stabilisierung der Binnenwirtschaft ergriffen haben. Und sogar in Brasilien und Mexiko, die bei der außenwirtschaftlichen Anpassung in den letzten beiden Jahren beachtliche Fortschritte gemacht haben, könnten zwei Umstände den Konsolidierungsprozeß gefährden. Zum einen ist der starke Anstieg der Exporterlöse der beiden Länder fast ausschließlich auf die Ausweitung der Importnachfrage in den USA zurückzuführen, und weitere Erfolge bei der außenwirtschaftlichen Anpassung würden sich im Falle einer Abflachung der Konjunktur in den USA schwieriger gestalten. Zum anderen ist der Abbau der binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte

nicht so zügig vorangekommen wie die Verbesserung der Außenhandelsposition, so daß die Fundamente für eine tragbare außenwirtschaftliche Grundposition noch nicht gelegt sind.

In den *OPEC-Ländern* verringerte sich das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit von \$ 21 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 10 Mrd. im Jahre 1984. Die Verbesserung beruhte mehr als zur Gänze auf einem Rückgang der Importe, die real um 11% und damit nur etwas weniger abnahmen als im Vorjahr. Die Exporte sanken dem Wert nach im vierten aufeinanderfolgenden Jahr, und zwar von einem Höchststand von \$ 300 Mrd. im Jahre 1980 auf nur noch \$ 173 Mrd. im Jahre 1984, wobei die reale Abnahme um 2½% noch durch eine Verminderung der Exportdurchschnittswerte verstärkt wurde. Das Exportvolumen ermäßigte sich, obwohl der Weltölverbrauch um 1½% stieg – hauptsächlich weil der Verbrauch in den Industrieländern zum ersten Mal seit 1979 wieder zunahm –, so daß der Anteil der OPEC an der Weltölförderung weiter auf 30% zurückfiel.

Die tendenzielle Schwäche der Ölmärkte im Jahre 1984 zwang die OPEC-Länder des Nahen Ostens mit geringer Absorptionsfähigkeit, ihre Ölförderung einzuschränken und einen Rückgang der Exporte um etwa \$ 5 Mrd. hinzunehmen. Gleichzeitig verringerten diese Länder ihre Importe um schätzungsweise \$ 9 Mrd. und senkten ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit um \$ 4 auf 3 Mrd. Auch die anderen OPEC-Länder kürzten ihre Importe und konnten ihr Leistungsbilanzdefizit, begünstigt durch einen leichten Anstieg der Exporterlöse, im Jahre 1984 auf etwa \$ 7 Mrd. halbieren. Die deutlichste Verbesserung verzeichnete Nigeria, das durch eine Verringerung der Einfuhren bei gleichzeitiger Steigerung der Einnahmen aus dem Ölexport in seiner Handelsbilanz nach einem Defizit von \$ 1,7 Mrd. im Jahre 1983 einen Überschuß von über \$ 2 Mrd. erzielen konnte.

Das Defizit der Länder des Nahen Ostens dürfte weitgehend aus Währungsreserven finanziert worden sein, die 1984 um annähernd \$ 4½ Mrd. abnahmen. In den anderen OPEC-Ländern kam es dagegen parallel zu Verbesserungen in der Leistungsbilanz zu einer Aufstockung der Währungsreserven um \$ 2½ Mrd. Im Zuge der positiven Entwicklung ihrer Leistungsbilanzen führten die OPEC-Länder als Gruppe dem internationalen Bankensystem nunmehr wieder netto Mittel zu. Nach Mittelabzügen von \$ 23 Mrd. im Jahre 1983 verbesserte sich im letzten Jahr die Nettogläubigerposition der OPEC-Länder gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken um \$ 3,5 Mrd.; dabei handelte es sich vorwiegend um Neueinlagen jener Länder, deren Reserven den größten Zuwachs aufwiesen.



## VI. INTERNATIONALE KREDIT- UND ANLEIHEMÄRKTE

### Schwerpunkte

Nach zwei Jahren des Rückgangs hat sich der Gesamtbetrag der über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Neuausleihungen im vergangenen Jahr leicht erhöht. Dies war ausschließlich darauf zurückzuführen, daß das Volumen der internationalen Anleihebegebungen sprunghaft zunahm, wohingegen in der Grundtendenz des Wachstums der internationalen Bankkredite keine Belebung festzustellen war. Freilich verwischten sich die Grenzen zwischen den beiden Märkten mehr und mehr, da sich die Banken immer stärker auf den Anleihemärkten engagierten, und zwar nicht nur als Mittler, sondern auch als Kreditnehmer und Anleger.

Im vergangenen Jahr dürften sich die von den Banken des BIZ-Berichtsgebiets neu gewährten internationalen Kredite – ohne die Doppelzählungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken – auf schätzungsweise \$ 85 Mrd. und somit in etwa auf denselben Betrag wie 1983 belaufen haben. Demgegenüber nahm das Emissionsvolumen der internationalen Anleihen abzüglich Tilgungen und Rückkäufen um über 40% auf rund \$ 84 Mrd. zu. Bereinigt um die beträchtlichen Überschneidungen zwischen beiden Märkten belief sich das gesamte Volumen der neuen Finanzmittel auf schätzungsweise \$ 145 Mrd., womit es zwar um \$ 15 Mrd. über dem entsprechenden Wert des Jahres 1983 lag, jedoch weit unter dem Höchststand von \$ 195 Mrd. im Jahre 1981 blieb.

Das internationale Kreditgeschäft der Banken wies weiterhin die Merkmale eines gespaltenen Marktes auf. Die Banken waren nicht bereit, ihr Engagement gegenüber bestimmten Gruppen hochverschuldeter Länder von sich aus auszuweiten, während gleichzeitig – angesichts reichlich verfügbarer neuer Mittel – für erste Adressen in den Industrieländern und einige Teile der Dritten Welt ein Kreditnehmermarkt bestand. Gleichwohl blieb in der Mehrzahl jener Länder außerhalb des Berichtsgebiets, die zu internationalen Bankkrediten freien Zugang hatten, die Kreditnachfrage aufgrund verbesserter Leistungsbilanzen und einer vorsichtigeren Verschuldungspolitik gedämpft. Die Kreditvergabe der Banken an die Entwicklungsländer und die anderen außerhalb des Berichtsgebiets liegenden Länder verlangsamte sich trotz des beträchtlichen Umfangs der „unfreiwilligen“ Kredite, die im Rahmen unter offizieller Mitwirkung zusammengestellter Finanzpakete vergeben wurden; erstmals traten diese Länder in großem Maße netto – d.h. Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten gerechnet – als Bereitsteller neuer Mittel gegenüber den berichtenden Banken auf. Das Wachstum der internationalen Bankkredite im Jahre 1984 ist daher weitgehend das Ergebnis neuer Ausleihungen innerhalb des Berichtsgebiets und insbesondere umfangreicher Kapitalströme in die USA.

Der beispiellose Aufschwung, den die internationalen Anleihemärkte im letzten Jahr nahmen, ist auf eine Reihe von Einflüssen zurückzuführen: eine deutlich

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

	Jahreswerte bereinigt um Wechselkursveränderungen <sup>1</sup>					Stand Ende 1984
	1980	1981	1982	1983	1984	
	Milliarden US-Dollar					
Internationale Kreditvergabe der berichtenden Banken, insgesamt <sup>2</sup> .....	241,1	264,8	180,3	105,2	125,4	2 153,2
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken .....	81,1	99,8	85,3	20,2	40,4	888,2
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) <sup>3</sup> ..	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0	1 265,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen .....	39,4	49,0	71,7	73,5	107,7	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen .....	11,4	12,5	13,2	14,5	23,7	.
B = internationale Anleihefinanzierung (netto) .....	28,0	36,5	58,5	59,0	84,0	410,0
A + B = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt .....	188,0	201,5	153,5	144,0	169,0	1 675,0
abzüglich Doppelzählungen <sup>4</sup> .....	8,0	6,5	8,5	14,0	24,0	85,0
Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt (netto) .....	180,0	195,0	145,0	130,0	145,0	1 590,0

<sup>1</sup> Nichtdollarbankkredite werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende, Nichtdollaranleihen zu solchen zur Monatsmitte in Dollar umgerechnet. <sup>2</sup> Bis 1983 umfaßte das Berichtsgebiet die Banken der Zehnerrgruppe, Luxemburgs, Österreichs, Dänemarks und Irlands sowie die Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Seit 1984 schließt das Berichtsgebiet zusätzlich Finnland, Norwegen und Spanien sowie international tätige Nicht-US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain und alle auf den Niederländischen Antillen tätigen Offshore-Banken ein. <sup>3</sup> 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 bei Banken in den Finanzzentren nicht nur deshalb aufnehmen, um sie bei anderen Banken in diesen Zentren wieder anzulegen; 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 auszuliehen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie an das Ausland weiterzugeben; allerdings werden Verrechnungssalden und ähnliche Posten durch einen Abzug berücksichtigt. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

ansteigende Renditenkurve und, in Verbindung mit nachlassender Inflationsangst, die Erwartung rückläufiger langfristiger Zinsen; die Innovationsfähigkeit und Flexibilität der Kapitalmärkte; die Deregulationsmaßnahmen, insbesondere die Abschaffung der Quellensteuer auf Erträge Gebietsfremder aus US-Wertpapieren; die Tatsache, daß Bankeinklagen infolge in- und ausländischer Kreditprobleme als nicht mehr so sicher angesehen wurden, was dazu führte, daß einige große staatliche Kreditnehmer sich auf den Kapitalmärkten günstiger Mittel beschaffen konnten als über die Banken; und schließlich die Präferenz der Banken selbst für marktfähige Aktiva und längerfristige Refinanzierung.

Neben einer Schilderung der laufenden Entwicklung werden in diesem Kapitel strukturelle Veränderungen der internationalen Finanzmärkte aus einer etwas längerfristigeren Sicht dargestellt, die ECU-Bankgeschäfte und -Anleihemärkte beschrieben, die während der letzten beiden Jahre sehr stark expandierten, und es wird ein Überblick über die internationale Verschuldungslage gegeben, wobei sowohl die während des letzten Jahres bei deren Bewältigung erzielten Fortschritte als auch die noch verbleibenden Probleme und Gefahren hervorgehoben werden.

### Das internationale Bankgeschäft im Jahre 1984

*Die Entwicklung der wichtigsten Aggregate.* Die in der nachstehenden Tabelle ausgewiesene Beschleunigung des Wachstums der Bruttoauslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken – von \$ 105 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 125 Mrd. im vergangenen Jahr – überzeichnet die tatsächliche Entwicklung: Sie ist auf die breitere statistische Erfassung der internationalen Bankdaten zurückzuführen (s. Fußnote 2 zur vorstehenden Tabelle). Ohne die Auswirkungen der geänderten Erfassung entsprach das Wachstum ungefähr jenem im Jahre 1983 und war erheblich langsamer als das in den Jahren davor. Das geschätzte Nettovolumen der internationalen Neuausleihungen der an die BIZ berichtenden Banken, das in beiden Jahren eine etwa gleich starke Zunahme von rund \$ 85 Mrd. aufgewiesen haben dürfte, ist von dieser statistischen Änderung weniger betroffen, da in ihm die früheren Lücken in der Datenerfassung bis zu einem gewissen Grade bereits berücksichtigt worden waren. Gleichwohl scheint sich die Grundtendenz des Wachstums der internationalen Bankkredite prozentual gesehen von rund 8½% im Jahre 1983 auf 7% im vergangenen Jahr verringert zu haben.

Das relativ schwache Wachstumstempo auf der Verwendungsseite des Marktes beruhte einzig und allein auf der Entwicklung des Geschäfts mit den Ländern außerhalb des Gebiets der berichtenden Banken. Die Neuausleihungen an diese Länder, die sich schon in den vorangegangenen Jahren recht deutlich verringert hatten, nahmen weiter auf \$ 15,6 Mrd. ab. Dies war weniger als ein Viertel des entsprechenden Wertes von 1980. In dieser Wachstumsabschwächung spiegelten sich – wie bereits in den Jahren 1982 und 1983 – nicht nur die Bedenken der Banken wider, ihr Engagement gegenüber bestimmten Ländergruppen zu erhöhen, sondern auch – in der übrigen Welt – ein geringerer Bedarf an Auslandsfinanzierung, eine zurückhaltendere Verschuldungspolitik und die Bevorzugung der Anleihemärkte für die Mittelaufnahme.

Auf der Herkunftsseite des Marktes verlief die Entwicklung genau umgekehrt. Die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets, die 1982 um \$ 11,4 Mrd. zurückgegangen und 1983 nur marginal angestiegen waren, schnellten im vergangenen Jahr um \$ 34 Mrd. nach oben. Dieser Aufschwung beim Neueinlagenzufluß aus diesen Ländern war teilweise die Folge der verbesserten Zahlungsbilanzlage einiger wichtiger Schuldnerländer und des damit verbundenen Zuwachses an offiziellen Reserven. Ohne Zweifel spiegelten sich darin aber auch private Kapitalabflüsse wider, die durch hohe Dollarzinsen und den Aufwärtstrend des Dollars auf den Devisenmärkten angeregt wurden.

Die beschriebenen Entwicklungen liefen darauf hinaus, daß die berichtenden Banken – im Gegensatz zu ihrer traditionellen Rolle, Kapital von den großen Industriestaaten in die übrige Welt zu leiten – im vergangenen Jahr netto Mittel in Höhe von \$ 18,5 Mrd. von den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets entgegennahmen. Im Jahre 1981 waren sie Nettokreditgeber im Ausmaß von \$ 49 Mrd. gewesen. Dieser Umschwung um \$ 67,5 Mrd. ist weitgehend auf den Einfluß der internationalen Schuldenkrise und ihrer verschiedenen Rückwirkungen auf die internationalen Kapitalströme zurückzuführen. Nur 1974 und 1979, als infolge des Ölpreisanstiegs der Zustrom neuer Einlagen durch die Anlage von OPEC-Überschüssen an-

Ausgewählte Merkmale des internationalen Bankgeschäfts 1980–84

	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	1980	1981	1982	1983	1984	1980	1981	1982	1983	1984
	wechsellkursbereinigte Veränderungen in Milliarden US-Dollar									
Grenzüberschreitende Positionen gegenüber:										
1. Länder außerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	68,2	65,7	39,4	27,6	15,6	52,4	16,5	-11,4	1,2	34,0
2. Banken innerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	135,6	160,7	107,6	64,6	99,4	161,4	155,2	97,7	80,2	104,5
3. Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	30,6	31,0	18,3	5,8	11,2	22,3	49,8	27,7	23,5	13,1
4. Nicht aufteilbar . . . . .	6,7	7,4	15,0	7,2	- 0,8	6,1	16,2	16,7	5,9	- 1,1
Grenzüberschreitende Positionen zusammen . . . . .	241,1	264,8	180,3	105,2	125,4	242,2	237,7	130,7	110,8	150,5
Inlandspositionen in Fremdwährung:										
5. Interbankpositionen . . . . .	62,0	51,3	36,4	11,8	13,6	53,4	48,4	39,1	14,6	14,0
6. Positionen gegenüber Nichtbanken . . . . .	20,7	19,4	12,1	10,9	11,5	5,5	5,3	6,8	2,0	5,6
Inlandspositionen zusammen . . . . .	82,7	70,7	48,5	22,7	25,1	58,9	53,7	45,9	16,6	19,6
Internationale Bankausleihungen insgesamt (netto, Schätzung)* . . . . .	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0

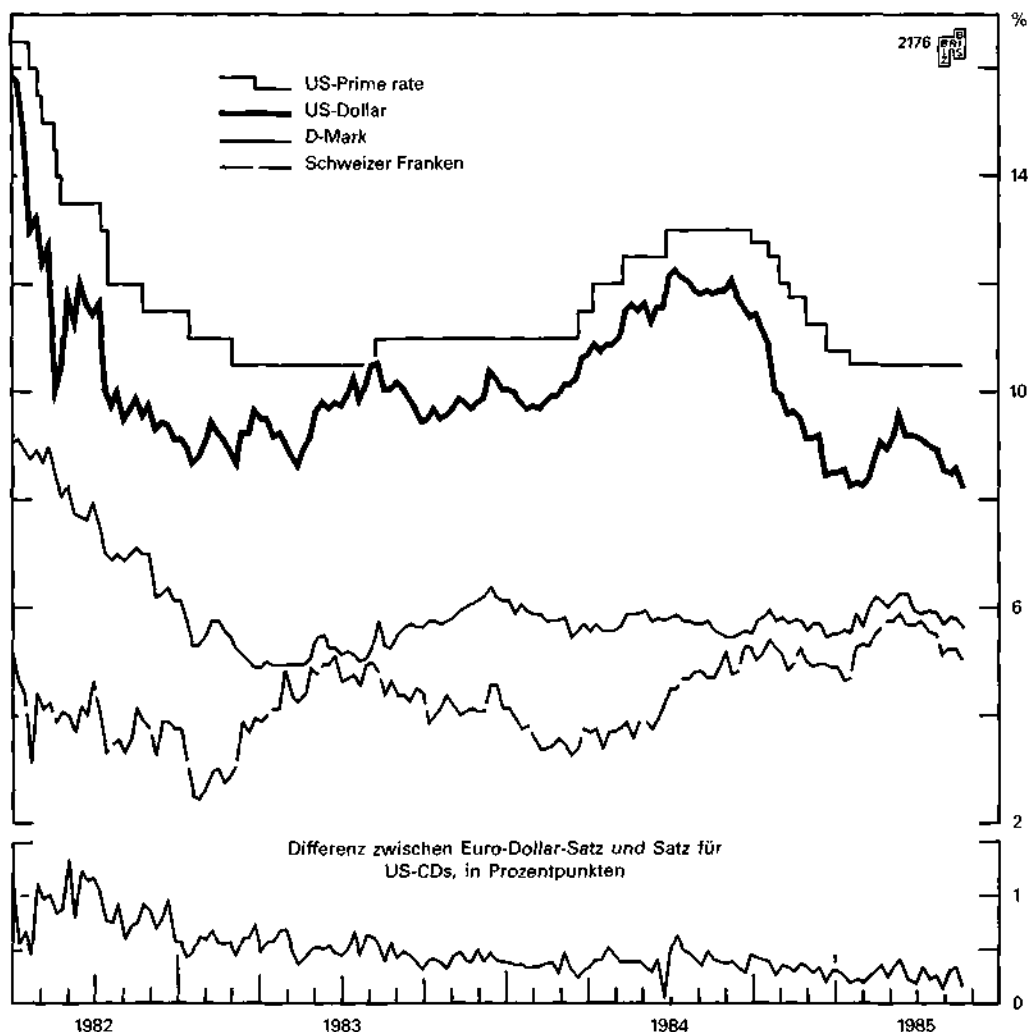
Anmerkung: Mit Ablauf des Jahres 1983 wurde das Berichtsgebiet vergrößert und umfaßt nunmehr zusätzlich sowohl die Banken in Finnland, Norwegen, Spanien, Bahrain und auf den Niederländischen Antillen als auch die Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur. Beginnend mit diesem Datum sind daher die ersten fünf dieser Länder neu in das Berichtsgebiet einbezogen, während die vier anderen genannten Finanzzentren, für die zuvor nur Daten über die Filialen von US-Banken vorlagen, bereits vorher Teil des Berichtsgebiets waren.

\* Summe der Positionen 1, 3 und 6 sowie Teile der Positionen 2 und 4.

geschwollen war, waren die Banken schon einmal Nettoempfänger von aus dem Außengebiet stammenden Mitteln gewesen, wenn auch in wesentlich geringerem Ausmaß als im vergangenen Jahr. Dagegen stockten die OPEC-Länder 1984 ihre Guthaben bei den berichtenden Banken nur geringfügig auf.

Spiegelbildlich zur Abschwächung der Ausleihungen an die Länder des Außengebiets nahmen die im Berichtsgebiet selbst absorbierten internationalen Bankmittel auf \$ 70 Mrd. zu. Die statistisch erfaßten grenzüberschreitenden Direktausleihungen an Nichtbanken des Berichtsgebiets 1984 stiegen nach einer ungewöhnlich geringen Zunahme von nur \$ 5,8 Mrd. im Jahre 1983 um \$ 11,2 Mrd., was allerdings nur ungefähr einem Drittel des vergleichbaren Wertes in den Jahren 1980 und 1981 entsprach. Überdies war diese Beschleunigung geringer als die Zunahme der Neuausleihungen an die Nichtbanken in den USA, die von \$ 1,3 auf 10,2 Mrd. stiegen, was bedeutet, daß im vergangenen Jahr an die Gebietsansässigen anderer Länder des Berichtsgebiets nur \$ 1 Mrd. an neuen grenzüberschreitenden Krediten vergeben wurde, wohingegen sich solche Kredite z.B. 1980 noch auf \$ 28 Mrd. belaufen hatten. Diese drastische Verlangsamung der Ausleihungen an Nichtbanken außerhalb der USA hatte wohl im wesentlichen folgende Gründe: die schwache Kreditnachfrage der Unternehmen infolge höherer Gewinne; die relativ

Interbanksätze für dreimonatige Euromarkteinlagen,  
Zinsgefälle und US-Prime rate



Anmerkung: Interbanksätze und Zinsgefälle berechnet auf der Basis von Mittwochswerten.

geringe Investitionstätigkeit und reichlich verfügbare inländische Mittel; sowie die geringere Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors als Folge einer günstigeren Zahlungsbilanzlage und der Verlagerung der Mittelaufnahme zu den Kapitalmärkten. Es sei jedoch angemerkt, daß sich die inländischen Eurowährungsausleihungen an gebietsansässige Nichtbanken, die ebenfalls in den Schätzungen für das Nettovolumen der internationalen Bankkredite enthalten sind, im Gegensatz zur Stagnation der grenzüberschreitenden Kredite an Nichtbankkunden außerhalb der USA wohl wegen ihrer engeren Verbindung zur Außenhandelsfinanzierung im vergangenen Jahr recht gut behauptet haben. Sie beliefen sich auf \$ 11,5 Mrd. (s. den unteren Teil der Tabelle auf S. 127) und lagen damit nur um 45% unter dem vorangegangenen

Höchstwert im Jahre 1980. Das Anziehen der Kreditvergabe an US-Nichtbanken im letzten Jahr muß vor dem Hintergrund der relativ starken inländischen Kreditnachfrage in den USA und des im Vergleich zu den inländischen Zinsen niedrigen Niveaus der Eurodollarzinsen gesehen werden.

Die größte Bewegung auf der Verwendungsseite der Bilanzen der berichtenden Banken war wie üblich bei den grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber den anderen Banken des Berichtsgebiets zu verzeichnen, die im vergangenen Jahr um \$ 99,4 Mrd. gestiegen sind. Dieser Posten ergibt sich als Restgröße aus den um die statistisch erfaßten Forderungen gegenüber Nichtbanken verminderten grenzüberschreitenden Gesamtforderungen innerhalb des Berichtsgebiets; er schließt in erheblichem Maße Doppelzahlungen ein, die bei der Schätzung des Nettobetrags des Bestands an internationalen Bankkrediten unberücksichtigt bleiben. Freilich enthält der Posten auch einen bedeutenden Betrag von statistisch nicht erfaßten Forderungen gegenüber Nichtbanken und auch von Forderungen gegenüber Finanzinstitutionen wie Außenhandels- und Investitionsbanken, die vom Gesichtspunkt der Eurowährungsstatistik aus als Endverwender internationaler Bankmittel angesehen werden müssen. Ferner enthalten diese Zwischenbankpositionen einen recht beträchtlichen Betrag an Krediten an Banken, beispielsweise an Kreditinstitute in den USA (ohne IBF), die diese Mittel für inländische Ausleihungen in Landeswährung verwendeten. Auch in diesem Fall müssen die Banken vom Gesichtspunkt der Eurowährungsstatistik aus als Endverwender der Mittel angesehen werden. Von den \$ 99,4 Mrd. an Interbankforderungen dürften 1984 etwas mehr als \$ 45 Mrd. an Endverwender gegangen sein, wohingegen sich der Rest zusammen mit \$ 13,6 Mrd. an inländischen Interbanktransaktionen auf Endausleihungen bezieht, die bereits anderweitig durch die Statistik abgedeckt sind, und unter dem Gesichtspunkt des Nettokreditvolumens somit außer acht gelassen werden kann. Die größte Einzelkomponente in diesem Betrag von \$ 45 Mrd. waren Ausleihungen an US-Banken, die diese Mittel für die Vergabe inländischer Kredite verwendeten.

Auf der Herkunftsseite des Marktes bot sich gegenüber dem Berichtsgebiet ein gänzlich anderes Bild. Der grenzüberschreitende Einlagenzugang bei den Banken von Nichtbanken im Berichtsgebiet nahm von \$ 23,5 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 13,1 Mrd. ab. Diese Verlangsamung war indes mehr als zur Gänze auf den \$ 22 Mrd. betragenden Umschwung bei den Einlagen der US-Nichtbanken zurückzuführen. Im Jahre 1983 hatten diese ihre bei den berichtenden Banken gehaltenen Einlagen um \$ 16,7 Mrd. aufgestockt, während sie 1984 ihre Einlagen um \$ 5,5 Mrd. verringerten. Diese Abzüge beschränkten sich jedoch auf das zweite und dritte Quartal und standen wohl mit Problemen einer größeren US-Bank in Zusammenhang, die den Anlegern wohl den Eindruck vermittelt hatten, daß ihre Einlagen wohl eher von einer offiziellen Absicherung profitierten, wenn sie in den USA gehalten werden. Dieser Umschwung auf der Einlagenseite und die scharfe Beschleunigung bei der Kreditaufnahme bewirkten zusammen, daß der US-Nichtbankensektor, der 1983 dem Markt netto \$ 15,4 Mrd. an neuen Mitteln zugeführt hatte, im vergangenen Jahr ungefähr in gleichem Umfang Mittel abzog. Diese Umkehr von \$ 31 Mrd. in den Kreditbeziehungen der US-Nichtbanken mit dem Euromarkt war ohne Zweifel einer der wichtigsten Gründe für die außergewöhnliche Dollarstärke im Jahre 1984.

Das Wachstum der grenzüberschreitenden Euromarkteinlagen der in den anderen berichtenden Ländern ansässigen Nichtbanken beschleunigte sich recht stark von \$ 6,8 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 18,6 Mrd. im vergangenen Jahr. Der größte Teil des Zuwachses entfiel auf Dollareinlagen, was sich sowohl mit den hohen Zinsen als auch dem Aufwärtstrend des Dollars an den Devisenmärkten erklären läßt. Auch der Zugang der Euroeinlagen von Inländern verstärkte sich, und zwar von \$ 2 auf 5,6 Mrd.

*Die Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen.* Hinsichtlich der Rolle der einzelnen Finanzplätze zeigt die nebenstehende Tabelle, daß die raschere Zunahme der Bruttoaggregate des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr großenteils auf die Wachstumsbeschleunigung – von \$ 41,8 auf 73,5 Mrd. – bei den grenzüberschreitenden Forderungen der Banken im europäischen Berichtsgebiet zurückzuführen ist. Die einzelnen Länder verzeichneten indes eine recht unterschiedliche Entwicklung. In Großbritannien, dem größten Finanzplatz, verlangsamte sich das Wachstum bei den Auslandsforderungen weiter von \$ 27,1 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 24,7 Mrd. im Jahre 1984 – das sind nur etwa 30% des Betrags von 1981. Der wichtigste Grund für diese Entwicklung ist darin zu sehen, daß die Londoner Niederlassungen der US-Banken unter dem Eindruck der Schwierigkeiten einer großen US-Bank ihr internationales Geschäft im zweiten und dritten Quartal verringerten. Im Gegensatz dazu nahmen 1984 an mehreren anderen wichtigen europäischen Finanzplätzen die Auslandsforderungen verstärkt zu, nämlich um \$ 8,1 Mrd. nach zuvor \$ 1,2 Mrd. in Frankreich und um \$ 18 Mrd. nach zuvor \$ 5,2 Mrd. in Belgien-Luxemburg. Auch die Banken in Deutschland und in den Niederlanden, die während der zwei vorangegangenen Jahre davon Abstand genommen hatten, ihre internationalen Forderungen aufzustocken, wiesen mit \$ 7,5 bzw. 3,1 Mrd. ein beträchtliches Wachstum auf. Die Auslandsforderungen der in der Schweiz tätigen Banken wuchsen um \$ 2,3 Mrd.; in diesem Betrag sind allerdings die über Treuhandkonten an die internationalen Märkte geleiteten Mittel nicht enthalten, die für das vergangene Jahr auf ungefähr \$ 10 Mrd. geschätzt werden können.

Rechnet man die Verbindlichkeiten gegen die Forderungen auf, so vergrößerten die Banken in Großbritannien und Italien ihre Nettoschuldnerposition zum Ausland beträchtlich, und zwar um \$ 11,1 bzw. 3,7 Mrd. Im Falle Großbritanniens mag dies weitgehend die Tatsache widerspiegeln haben, daß die Banken die Auslandsmittel für den Erwerb von längerfristigen internationalen Wertpapieren, die nicht Bestandteil der britischen Bankdaten sind, verwendeten. Die Banken in den Niederlanden und Deutschland waren die größten Nettoexporteure von Mitteln.

Was das außereuropäische Berichtsgebiet anbelangt, so verzeichnete das Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den USA, das 1982 – dem ersten vollständigen Jahr nach der Eröffnung der IBF – \$ 107,1 Mrd. betragen hatte, im vergangenen Jahr eine weitere Abschwächung auf \$ 14,5 Mrd. Der Forderungszuwachs war allein auf den IBF-Bereich zurückzuführen, der weiterhin mit einer Rate von ungefähr 10% expandierte. Im Gegensatz dazu verringerten sich die herkömmlichen Auslandsforderungen um \$ 2,3 Mrd. und damit erstmals wieder seit der Aufhebung der zahlungsbilanzbedingten Restriktionen im Jahre 1974. Da die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den USA stärker zunahmen als ihre For-

Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen 1981–84

Banken in:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1984	
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forderungen	Verbindlichkeiten
	1981	1982	1983	1984	1981	1982	1983	1984		
	Milliarden US-Dollar									
Großbritannien .....	79,5	39,5	27,1	24,7	78,7	48,8	33,2	35,8	489,3	531,5
Frankreich .....	9,1	10,5	1,2	8,1	14,9	7,6	1,9	6,6	141,5	138,4
Luxemburg .....	6,2	5,8	1,4	7,3	4,1	3,9	0,3	5,8	85,6	79,5
Belgien .....	8,8	1,1	3,8	10,7	9,8	2,6	6,5	12,6	68,3	80,1
Deutschland (BR) .....	7,4	- 0,1	- 0,2	7,5	1,5	- 0,4	- 2,0	5,4	64,2	57,6
Niederlande .....	7,4	0,2	- 0,4	3,1	4,6	1,1	- 3,5	0,7	56,5	52,4
Schweiz .....	5,1	2,1	2,5	2,3	2,8	- 2,6	- 0,2	1,0	52,8	33,7
Italien .....	6,4	- 1,0	2,0	3,0	4,4	- 4,3	3,9	6,7	36,7	49,5
Übrige europäische berichtende Länder¹ .....	4,0	4,9	4,4	6,8	5,2	4,7	4,1	9,4	66,2	85,7
Europäische berichtende Länder zusammen .....	133,9	63,0	41,8	73,5	126,0	61,4	44,2	84,0	1 061,1	1 108,4
US-Bankenfreizone .....	63,4	81,2	28,1	16,8	48,3	77,1	31,6	17,7	188,6	174,0
Übrige Banken in den USA .....	12,2	25,9	5,4	- 2,3	- 9,9	- 8,7	17,1	13,3	221,0	150,7
Banken in den USA zusammen .....	75,6	107,1	33,5	14,5	38,4	68,4	48,7	31,0	409,6	324,7
Kanada .....	2,7	0,9	3,5	2,1	18,0	- 3,5	3,9	1,6	43,3	63,0
Japan .....	20,7	8,0	18,6	22,0	21,7	0,8	7,5	23,8	126,9	127,0
Übrige berichtende Länder² .....	31,9	1,3	7,8	13,3	33,6	3,6	6,5	10,1	512,3	494,9
Insgesamt .....	264,8	180,3	105,2	125,4	237,4	130,7	110,8	150,5	2 153,2	2 118,0

<sup>1</sup> Umfaßt bis 1983 Dänemark, Irland, Österreich und Schweden und ab 1984 auch Finnland, Norwegen und Spanien.  
<sup>2</sup> Umfaßt bis 1983 die Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Ab 1984 enthält diese Position – mit Ausnahme Panamas – auch alle nichtamerikanischen Banken in den genannten Marktzentren, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain und alle Offshore-Banken auf den Niederländischen Antillen.

derungen, verringerte sich deren Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland, die bereits 1983 um \$ 15,2 Mrd. geschrumpft war, weiter um \$ 16,5 Mrd., betrug jedoch Ende vergangenen Jahres immerhin noch \$ 85 Mrd.

Prozentual gemessen verzeichneten unter den wichtigen Finanzplätzen die Banken in Japan mit 21% die stärkste Expansion bei den Auslandsforderungen, wobei mehr als die Hälfte der Zunahme auf Yen-Forderungen entfiel, die – teilweise als Folge der Deregulationsmaßnahmen vom April 1984 – um 42% hochschnellten. Aufgrund der noch stärkeren Ausweitung der Auslandsverbindlichkeiten waren die Banken in Japan – in krassem Gegensatz zum dortigen Nichtbankensektor – 1984 Nettoimporteure ausländischer Mittel, und zwar im Umfang von \$ 1,8 Mrd.

Die für die „übrigen berichtenden Länder“ in der Tabelle ausgewiesene Wachstumsbeschleunigung bei den Auslandsforderungen erklärt sich mehr als zur Gänze mit der Ausweitung der statistischen Erfassung. Zuvor umfaßte diese Position nur das Geschäft der Niederlassungen von US-Banken an den wichtigsten Offshore-Finanzplätzen des karibischen Raums und Fernen Ostens, wohingegen die neuen Daten die Aktivitäten aller in diesen Offshore-Zentren befindlichen Banken (ausgenommen Panama) und die Geschäfte der Offshore-Filialen in Bahrain und auf den Niederländischen Antillen abdecken.



*Die Entwicklung des Geschäfts der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets.* Im Jahre 1984 war eines der auffälligsten Merkmale des Geschäfts der Banken mit den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets, daß sich die Neuausleihungen an die nicht der OPEC angehörenden lateinamerikanischen Länder – einst die größte Kreditnehmergruppe außerhalb des Berichtsgebiets – weiter von \$ 8,1 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 3,6 Mrd. abschwächten. Damit waren die Neuausleihungen zudem bedeutend geringer als der Betrag, den diese Länder von den berichtenden Banken im Rahmen der unter Mitwirkung des IWF zusammengestellten Finanzierungspakete erhielten (\$ 10,5 Mrd.); das bedeutet, daß es einige ausgleichende Abzüge bei anderen Bankkrediten gab. Trotz der stark verminderten Aufnahme neuer internationaler Bankkredite erhöhten diese Länder im letzten Jahr ihre Guthaben bei den berichtenden Banken um \$ 11,5 Mrd., verglichen mit \$ 5,9 Mrd. im Jahre 1983. Auf der Basis Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten bedeutet dies, daß die lateinamerikanischen Nicht-OPEC-Länder, die 1980 von den berichtenden Banken netto \$ 28 Mrd. an neuen Mitteln aufgenommen hatten, im vergangenen Jahr dem Markt per saldo \$ 8 Mrd. bereitstellten. Der größere Teil der neuen Einlagen spiegelte wahrscheinlich recht beträchtliche Zugänge an offiziellen Reserven wider, wie sie einige der großen lateinamerikanischen Schuldnerländer im letzten Jahr verzeichnen konnten.

Betrachtet man die einzelnen lateinamerikanischen Länder, so zeigt sich, daß Brasilien bei weitem der größte Kreditnehmer war und von den berichtenden Banken \$ 4,7 Mrd. an neuen Mitteln erhielt. Dieser Betrag lag aber um nahezu \$ 2 Mrd. unter dem, den dieses Land im Rahmen des offiziell zusammengestellten Finanzierungspakets in Anspruch nahm. Die brasilianischen Guthaben bei den berichtenden Banken stiegen um \$ 5,6 Mrd. oder nahezu 50%, wohingegen die offiziellen Devisenreserven des Landes um über \$ 7 Mrd. zunahmen. Mexikos Bankschulden weiteten sich trotz Ziehungen von \$ 3 Mrd. auf das offizielle Finanzierungspaket um nicht mehr als \$ 0,7 Mrd. aus; wie im Falle Brasiliens läßt dies vermuten, daß es erhebliche Rückforderungen bei anderen Bankkrediten gab. Dennoch schnellten im letzten Jahr die mexikanischen Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 4,8 Mrd. nach oben. Auf der Basis Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten war Chile der einzige bedeutendere Nettokreditnehmer in Lateinamerika; es erhielt \$ 0,8 Mrd., und zwar ausschließlich im Rahmen eines offiziellen Finanzpakets, während es gleichzeitig seine Guthaben um \$ 0,2 Mrd. reduzierte. Andererseits berichteten die Banken eine Abnahme ihrer Forderungen um \$ 1 Mrd. gegenüber Argentinien, das keine neuen Mittel im Rahmen eines unter offizieller Mitwirkung geschnürten Finanzierungspakets erhielt.

Die Forderungen der Banken gegenüber den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern außerhalb Lateinamerikas nahmen um \$ 5,2 Mrd. zu; dies war zwar etwas mehr als 1983, doch könnte diese „Beschleunigung“ durchaus auf die breitere Erfassungsbasis des neuen Berichtssystems zurückzuführen sein. Die Forderungen gegenüber den Ländern Asiens wuchsen um \$ 4,6 Mrd., wohingegen bei den Krediten an die Nahost- und die afrikanischen Länder nur geringfügige Zuwächse zu verzeichnen waren. Von diesen drei Kreditnehmergruppen nahmen aber nur die Länder des Nahen Ostens netto Mittel auf, da sie ihre Einlagen um \$ 1,4 Mrd. ab-

Geschäfte der berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen  
von Nicht-OPEC-Entwicklungsländern 1977-84

	Geschätzte Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1984
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	
	Milliarden US-Dollar								
<b>Forderungen</b>									
Lateinamerika . . .	5,1	14,7	23,2	27,3	30,5	12,2	8,1	3,6	211,0
Naher Osten . . . .	0,1	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,1	0,4	15,5
Afrika . . . . .	0,9	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,3	0,2	18,7
Asien . . . . .	3,5	3,8	8,2	7,6	5,1	4,2	3,4	4,6	84,1
Insgesamt . . . .	9,6	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
<b>Verbindlich- keiten</b>									
Lateinamerika . . .	2,5	8,1	5,0	-1,0	4,8	-1,8	5,9	11,5	68,5
Naher Osten . . . .	2,9	3,3	1,7	2,7	1,4	1,9	-0,9	-1,4	20,3
Afrika . . . . .	1,3	0,6	1,8	0,7	0,5	-0,8	0,2	1,0	9,6
Asien . . . . .	4,4	2,6	3,8	1,5	2,7	5,6	5,1	10,7	72,1
Insgesamt . . . .	11,1	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5

\* Seit Anfang 1984 ist die Datenerfassung erweitert und schließt die Veränderung der Positionen der Banken in Finnland, Norwegen, Spanien, Bahrain und auf den Niederländischen Antillen ebenso ein wie die aller Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur.

bauten; die Staaten Asiens und Afrikas stockten hingegen ihre Guthaben bei den berichtenden Banken um \$ 10,7 bzw. 1 Mrd. auf.

Die Zahlen über das Bankgeschäft mit den Nicht-OPEC-Ländern des Nahen Ostens waren stark von Israel beeinflusst, das seine Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,7 Mrd. abbaute, aber auch seine Verschuldung um \$ 0,6 Mrd. verringerte. Der einzige bedeutendere Kreditnehmer war Ägypten, das neue Kredite in Höhe von \$ 0,7 Mrd. erhielt. In Asien nahmen hauptsächlich Südkorea (\$ 1,8 Mrd.), China (\$ 1,4 Mrd.), Thailand und Indien (jeweils \$ 0,8 Mrd.) neue Mittel auf. China stockte seine Guthaben um \$ 2,8 Mrd. auf und verstärkte dadurch seine bereits recht bedeutende Gläubigerposition gegenüber den berichtenden Banken weiter, auch wenn sich diese Entwicklung im letzten Quartal vorigen Jahres teilweise umkehrte, als das Land seine Kreditaufnahme erhöhte und seine Einlagen verringerte. Der größte Mittelanbieter gegenüber den berichtenden Banken war jedoch Taiwan, das seinen Guthaben \$ 5,5 Mrd. hinzufügte, während es zur gleichen Zeit seine Schulden um \$ 0,8 Mrd. verminderte. Daraus resultierte letztes Jahr mehr als eine Verdoppelung seiner Nettoforderungen gegenüber den berichtenden Banken auf \$ 11,4 Mrd.

Auch beim Geschäft der berichtenden Banken mit den OPEC-Ländern (s. umstehende Tabelle auf S.134) war 1984 eine starke Tendenzwende zu verzeichnen. Nach Ausleihungen von \$ 9,6 Mrd. im Jahre 1983 verringerten die Banken im vergangenen Jahr ihre Forderungen gegenüber diesen Ländern um \$ 0,6 Mrd. Gleichzeitig erhielten sie von den OPEC-Staaten Neueinlagen in Höhe von \$ 3,1 Mrd., verglichen mit Abzügen von \$ 13,5 Mrd. im Jahre 1983; zusammen ergab dies einen Umschwung in Höhe von nahezu \$ 27 Mrd., der sich nur teilweise dadurch erklärt, daß sich das gesamte Leistungsbilanzdefizit dieser Länder um \$ 11,5 Mrd. verminderte. Zwischen den einzelnen OPEC-Ländergruppen gab es jedoch große

Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken<sup>1</sup>  
und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1978–84 (Schätzung)

Positionen der berichtenden Banken gegenüber:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)							Stand Ende 1984
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	
	Milliarden US-Dollar							
<b>OPEC-Länder<sup>2</sup></b>								
Forderungen .....	16,7	7,2	7,0	4,2	8,2	9,6	- 0,6	105,5
Verbindlichkeiten .....	3,2	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,5	3,1	140,6
Saldo <sup>3</sup> .....	13,5	-30,2	-34,9	1,0	26,4	23,1	- 3,7	-35,1
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	-14,6	15,5	14,1	- 1,9	-11,7	- 9,4	- 3,4	56,1
Leistungsbilanzsaldo .....	5,0	61,0	110,5	53,0	-15,0	-19,5	- 8,0	.
<b>Entwicklungsländer (ohne OPEC)</b>								
Forderungen .....	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
Verbindlichkeiten .....	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5
Saldo <sup>3</sup> .....	8,2	23,0	35,1	30,5	14,9	1,6	-13,0	158,8
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	11,3	8,6	- 1,7	- 0,1	- 2,5	8,5	15,3	82,8
Leistungsbilanzsaldo .....	-27,5	-43,0	-65,0	-78,5	-61,0	-32,5	-20,5	.
<b>„Übrige entwickelte Länder“</b>								
Forderungen .....	5,7	7,5	15,4	16,8	16,0	7,4	7,5	89,7
Verbindlichkeiten .....	8,7	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,5	4,8	30,3
Saldo <sup>3</sup> .....	- 3,0	0,5	9,7	13,0	16,1	5,9	2,7	59,4
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	6,5	3,2	1,3	- 1,5	1,2	2,5	- 0,8	14,3
Leistungsbilanzsaldo .....	- 7,5	- 7,5	-16,5	-25,0	-24,0	-14,5	-13,5	.
<b>Osteuropa</b>								
Forderungen .....	5,7	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,3	- 0,1	47,9
Verbindlichkeiten .....	1,7	4,7	0,9	0,1	2,0	2,9	4,3	22,2
Saldo <sup>3</sup> .....	4,0	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 4,2	- 4,4	25,7

Anmerkung: Die in dieser Tabelle verwendete Ländergruppierung ergibt sich aus der Struktur der Eurowährungsstatistik und unterscheidet sich daher von jener in den Kapiteln V und VII. Dies trifft insbesondere auf die Gruppe der „übrigen entwickelten Länder“ zu, die nur jene Länder umfaßt, die nicht Teil des Berichtssystems sind.

<sup>1</sup> Bis Ende 1983 umfaßte das BIZ-Berichtsgebiet die Banken in Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland, 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 Ende 1983 umfaßt das Berichtsgebiet zusätzlich sowohl die Banken in Finnland, Norwegen und Spanien als auch die im internationalen Geschäft tätigen Nicht-US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain sowie alle auf den Niederländischen Antillen tätigen Offshore-Banken. Demzufolge zählen zu den „übrigen entwickelten Ländern“ nicht mehr die ersten drei dieser Länder, und zu den „OPEC-Ländern“ – mit Ausnahme der Positionen der Banken in den USA – zählt nicht mehr Bahrain. <sup>2</sup> Umfaßt zusätzlich Bahrain (bis Ende 1983), Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. <sup>3</sup> Ein Minuszeichen (-) bedeutet Nettoeinlagen. <sup>4</sup> Zu jeweiligen Wechselkursen.

Unterschiede. Im Nahen Osten reduzierten die Länder mit „niedriger Absorptionsfähigkeit“ sowohl ihre Guthaben als auch ihre Verschuldung. Die Nahostländer mit „hoher Absorptionsfähigkeit“ erhöhten demgegenüber ihre Schulden um \$ 1,7 Mrd. und bauten gleichzeitig ihre Einlagen um \$ 1,8 Mrd. ab. Andernorts führte Venezuela, das weiterhin einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuß aufwies, den berichtenden Banken in großem Umfang netto neue Mittel zu, wobei es seine Guthaben um \$ 2,9 Mrd. aufstockte und von seiner Bankschuld \$ 1,7 Mrd. zurückzahlte. Indonesien war sowohl Einleger als auch Kreditnehmer, und zwar in beiden Fällen im Ausmaß von je rund \$ 1 Mrd.

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den osteuropäischen Ländern, die im Gefolge der Schuldendienstschwierigkeiten Polens beträchtlich zurückgegangen waren, nahmen im vergangenen Jahr nur geringfügig ab. Gleichzeitig

bauten diese Länder, die ihren gemeinsamen Leistungsbilanzüberschuß wieder zu erhöhen vermochten, ihre Guthaben bei den berichtenden Banken weiter auf. Infolgedessen verringerte sich ihre Nettoschuldnerposition gegenüber den berichtenden Banken weiter um \$ 4,4 auf 25,7 Mrd. Ende 1984; 1981 hatte diese Position noch \$ 45,5 Mrd. betragen. Die Forderungen gegenüber Polen nahmen um weitere \$ 1,4 auf 9 Mrd. ab, was wohl größtenteils auf Wertberichtigungen und die Übertragung von Forderungen auf staatliche Kreditgarantieinstitutionen zurückzuführen war. Der größte Darlehensnehmer war die Sowjetunion, die \$ 1,5 Mrd. an neuen Krediten erhielt, jedoch auch ihre Guthaben in gleichem Maße erhöhte. Die DDR stockte ihre Einlagen um \$ 1,5 Mrd. auf und verschuldete sich lediglich in Höhe von \$ 0,4 Mrd.

Die außerhalb des Berichtsgebiets gelegenen entwickelten Länder, die abermals große Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, waren gemeinsam mit den Nicht-OPEC-Ländern des Nahen Ostens die einzige bedeutendere Nettokreditnehmergruppe des Außengebiets; sie erhielten \$ 7,5 Mrd. an neuen Mitteln, erhöhten aber auch ihre Einlagen um \$ 4,8 Mrd.; Australien (\$ 3,5 Mrd.), Griechenland (\$ 1,2 Mrd.) und Neuseeland (\$ 1 Mrd.) erhielten die größten Neukredite. Die bedeutendsten Einleger waren Portugal (\$ 1 Mrd.) und Neuseeland (\$ 0,9 Mrd.).

### Internationale Anleihemärkte

Nach mehreren Jahren ununterbrochener Expansion schnellte die Emissionsaktivität an den internationalen Anleihemärkten im vergangenen Jahr weiter um 46,5% auf insgesamt \$ 107,7 Mrd. hoch. Es war dies die höchste Wachstumsrate seit den ersten Anfängen des Marktes. Besonders deutlich war der Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte, als die langfristigen Zinsen rückläufig waren. Es war in erster Linie der Dollarsektor des Euroanleihemarkts, auf dem das Emissionsvolumen sprunghaft zunahm, und zwar von \$ 35,7 Mrd. im Jahre 1983 auf \$ 64,3 Mrd. Im übrigen umfaßte der Aufschwung vor allem die kleineren Sektoren des internationalen Anleihemarkts, namentlich die auf Pfund Sterling, den kanadischen Dollar, die ECU und den Yen lautenden Emissionen. Im Gegensatz dazu verringerten sich die Anteile des Euro-DM-Sektors und der Märkte für Auslandsanleihen in den USA und der Schweiz; in den beiden letztgenannten Fällen war das Volumen neuer Begebungen sogar kleiner als 1983 (s. umstehende Tabelle).

Der Eurodollaranleihesektor war wegen seiner Tiefe der größte Nutznießer der allgemeinen Tendenz zur wertpapiermäßigen Unterlegung der internationalen Finanzierungen („securitisation“) sowie der Ausbreitung innovativer Entwicklungen. Während einerseits die hohen Dollarzinsen, die ansteigende Renditenkurve, die abklingenden Inflationserwartungen und der feste Dollar eine starke Anziehungskraft auf die Anleger ausübten, wurde andererseits das Angebot an Anleihen dadurch in die Höhe getrieben, daß US-Kreditnehmer – insbesondere nach der Beseitigung der amerikanischen Quellensteuer auf Wertpapiererträge ausländischer Anleger – in großer Zahl zum Markt zurückkehrten. Auch japanische Unternehmen, die von den verschiedenen innovativen Entwicklungen angezogen wurden, griffen in erhöhtem Maß auf den Eurodollaranleihemarkt zurück.

Internationale Anleihebegebungen<sup>1</sup>

Anleihe- schuldner	Jahr	Euroanleihen			Auslandsanleihen		
		Zusammen	darunter		Zusammen	darunter	
			US- Dollar	Deutsche Mark		in den USA	in der Schweiz
Millionen US-Dollar							
Westeuropa .....	1981	7 650	5 230	880	5 390	640	3 070
	1982	16 550	12 690	1 930	5 250	780	2 350
	1983	22 770	16 630	2 410	6 700	1 360	2 490
	1984	33 310	26 370	2 160	7 190	2 180	2 130
	1985/I	10 830	8 270	800	1 000	200	580
Kanada .....	1981	5 500	4 550	130	5 450	4 310	870
	1982	6 920	5 600	100	4 440	2 700	1 330
	1983	3 840	2 660	360	2 910	1 630	1 220
	1984	4 490	2 650	180	1 760	450	1 040
	1985/I	1 930	1 330	60	190	150	40
USA .....	1981	6 050	5 890	30	700		700
	1982	13 020	12 340	530	1 790		1 470
	1983	6 070	5 680	220	1 240		1 180
	1984	23 100	21 210	540	1 460		1 220
	1985/I	8 570	7 210	40	480		480
Sonstige entwickelte Länder <sup>2</sup>	1981	3 460	2 730	230	2 820	100	2 360
	1982	3 860	3 050	480	5 740	400	4 440
	1983	6 060	4 760	830	8 300	530	7 140
	1984	13 080	10 450	1 270	8 450	150	7 180
	1985/I	4 830	3 670	340	1 680	-	1 550
Übrige Länder .....	1981	2 330	2 080	90	1 120	440	90
	1982	2 820	2 510	210	520	-	200
	1983	1 680	1 510	160	630	-	100
	1984	2 040	1 810	30	990	-	170
	1985/I	1 770	1 650	30	260	-	50
Internationale Institutionen .....	1981	2 490	1 700	40	6 030	2 070	1 200
	1982	3 280	2 490	-	7 460	2 150	1 530
	1983	6 070	4 500	60	7 270	1 220	1 370
	1984	4 220	1 800	140	7 580	1 000	1 380
	1985/I	1 610	900	30	2 440	600	420
Insgesamt begebene Anleihen .....	1981	27 480	22 180	1 400	21 510	7 560	8 290
	1982	46 450	38 680	3 250	25 200	6 030	11 320
	1983	46 490	35 740	4 040	27 050	4 740	13 500
	1984	80 240	64 290	4 320	27 430	3 780	13 120
	1985/I	29 540	23 030	1 300	6 050	950	3 120

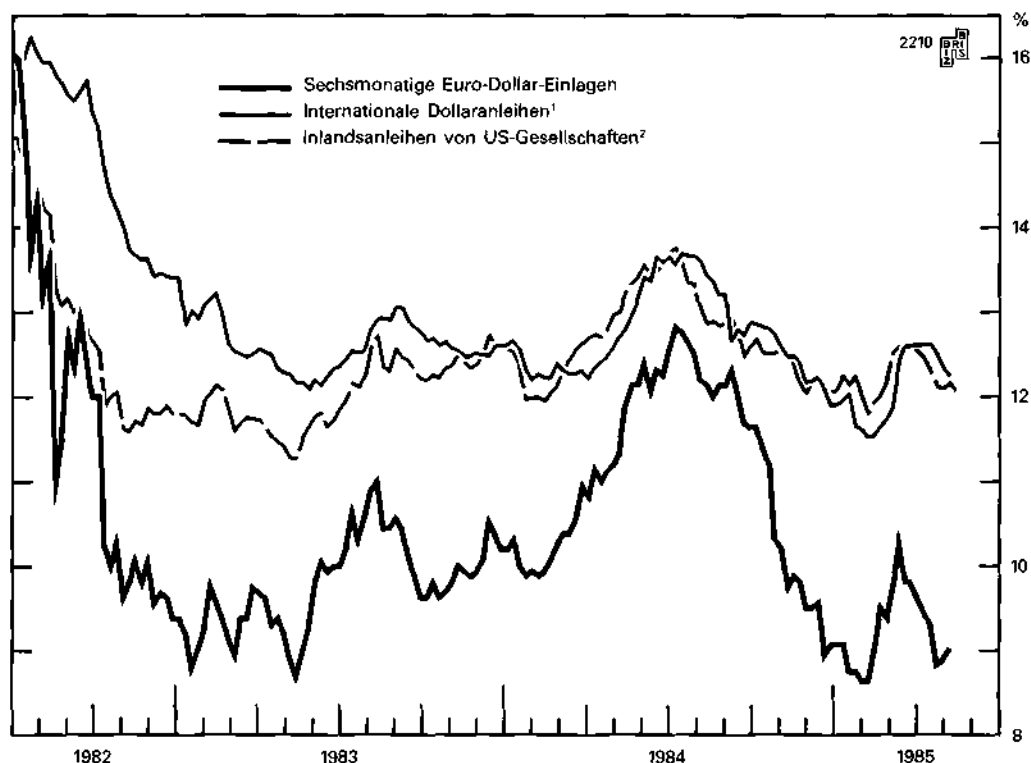
<sup>1</sup>Auf der Basis von OECD-Angaben (ohne Einlagenzertifikate).

<sup>2</sup>Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika.

Angesichts der weiterhin ausgeprägten Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der längerfristigen US-Zinsen war 1984 vor allem das Jahr der variabel verzinslichen Notes (FRN), deren Emissionsvolumen sich von \$ 15,9 auf 34,4 Mrd. mehr als verdoppelte. Sowohl die Liquidität solcher Papiere als auch die hohe Kreditwürdigkeit der Emittenten fanden bei einem breiten Anlegerspektrum Anklang. Um die Marktgängigkeit ihrer Aktiva zu verbessern und aus Gewinngründen scheinen die Banken selbst nahezu 50% der Neuemissionen solcher Titel übernommen zu haben, wobei sie aus dem steilen Abfall der Renditenkurve am kürzeren Ende des Marktes Nutzen zogen.

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

Mittwochswerte in Prozent



<sup>1</sup> Industrieunternehmen; die Rendite ist nach der durchschnittlichen Laufzeit berechnet. <sup>2</sup> Aaa-Unternehmensschuldverschreibungen; die Rendite ist nach der Endfälligkeit berechnet.

Der Wettbewerb zwischen den Banken um das Neuemissionsgeschäft war intensiv, der FRN-Anleihesektor stand verschiedensten Gruppierungen von Schuldern offen, und die Konditionen entwickelten sich zunehmend zu deren Gunsten. Die Banken selbst traten nicht nur als Anleger und Emissionshäuser in Erscheinung, sondern waren auch weiterhin der größte Kapitalnehmer an diesem Markt, wobei sie dieses Verschuldungsinstrument zur Stärkung ihrer Kapitalbasis einsetzten. Auch die Regierungen griffen verstärkt auf diese Form der Kapitalaufnahme zurück, und zwar nicht nur, um ihren laufenden Finanzbedarf zu decken, sondern auch, um teurere Bankschulden abzulösen. Solche Umstrukturierungen gewannen denn auch im Laufe des Jahres immer mehr an Bedeutung, als sich zunehmend günstigere Bedingungen für die Kreditaufnahme ergaben: Es bestand die Tendenz, den auf LIBOR basierenden Satz zugunsten niedrigerer Bezugsraten aufzugeben, die Abschlußgebühren schrumpften, die Laufzeiten verlängerten sich und schlossen sogar einige Dauerschuldverschreibungen („perpetual notes“) mit ein; außerdem wurden mannigfaltige den Bedürfnissen von Kapitalnehmern und -gebern angepaßte Optionsinstrumente eingeführt.

Der Bereich der festverzinslichen Eurodollaranleihen, der ebenfalls recht kräftig von \$ 17,4 auf 27,2 Mrd. expandierte, wurde durch den Einsatz von Swaptchniken beträchtlich gestützt, wobei das Pendant üblicherweise der auf LIBOR

Internationale Anleihebegebungen nach Wertpapierarten<sup>1</sup>

	1981	1982	1983	1984					1985 1. Quartal
				Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
				Milliarden US-Dollar					
Anleihen insgesamt .....	49,0	71,7	73,5	107,7	26,0	21,6	24,6	35,5	35,6
davon:									
Festverzinsliche Anleihen <sup>2</sup> .....	37,2	57,7	49,6	62,4	13,4	12,1	15,2	21,7	19,9
Variabel verzinsliche Anleihen ..	7,4	11,4	15,9	34,4	8,6	6,4	7,6	11,8	13,0
Wandelanleihen .....	4,4	2,6	8,0	10,9	4,0	3,1	1,8	2,0	2,7

<sup>1</sup> Auf der Basis von OECD-Angaben (ohne Einlagenzertifikate).

<sup>2</sup> Einschl. abgezinster Anleihen und Privatplatzierungen.

basierende syndizierte Kredit war. Insbesondere die Banken waren an solchen Zinsswaps interessiert, um sich langfristige Mittel zu einem niedrigeren Satz als dem LIBOR zu sichern. Zusätzlich zog der Bereich der festverzinslichen Anleihen Nutzen aus der zunehmenden Verwendung von Währungsswaps und Optionsrechten. Im zweiten Halbjahr wurden auch wieder abgezinste Anleihen (Zerobonds) begeben; sie werden in einigen Ländern steuerlich begünstigt, und ein großer Teil von ihnen entspricht – in Inhaberform – US-Schatzpapieren. Dividendenwerte standen hingegen eher im ersten Halbjahr im Vordergrund, als die Kurse an den wichtigsten Börsen auf breiter Front anstiegen.

Von der starken Expansion des Eurodollaranleihemarktes hob sich der anhaltende Rückgang neuer Auslandsemissionen in den USA ab. Diese Abschwächung erklärt sich aus dem Bestreben der beiden traditionell größten Kreditnehmergruppen auf dem US-Markt, nämlich der internationalen Organisationen und kanadischer Schuldner, einen größeren Teil ihres Bedarfs an Finanzmitteln in anderen Währungen als dem Dollar zu decken.

Diese Neigung zu verstärkter Währungsdiversifizierung war auch bei anderen Kreditnehmergruppen festzustellen, traf jedoch hinsichtlich der Emissionen in D-Mark und Schweizer Franken auf eine gewisse Zurückhaltung der Anleger. Die Nachfrage nach in diesen zwei Währungen emittierten Wertpapieren wurde durch die relativ niedrige Verzinsung und die Dollarstärke negativ beeinflusst. Andererseits führten Zins- und/oder Wechselkursüberlegungen zu lebhafter Emissionsaktivität in den Bereichen Pfund Sterling, ECU, kanadischer Dollar und Yen. Besonders ausgeprägt war der Aufschwung bei den Begebungen in Pfund Sterling (\$ 2,6 Mrd.) und Yen (\$ 2 Mrd.), wobei der Yen von den im Laufe des Jahres von den japanischen Behörden verfügbaren Liberalisierungsmaßnahmen profitierte.

Unter dem Blickwinkel der Nationalität der Kapitalnehmer erwies sich die Rückkehr der US-Schuldner an den internationalen Anleihemarkt als das wichtigste Merkmal des Jahres 1984. Nachdem sie 1983 ihren Zugriff auf den Markt um die Hälfte verringert hatten, erreichte ihr Emissionsvolumen im vergangenen Jahr mehr als das Dreifache des Wertes im Jahr davor. Die von diesen Schuldnern zumeist in der Form von Eurodollarbegebungen aufgenommenen \$ 24,6 Mrd. entsprachen nahezu einem Viertel des gesamten Emissionsvolumens. Der größte Teil der Mittel

wurde im zweiten Halbjahr beansprucht, nachdem in den USA die 30prozentige Quellensteuer abgeschafft worden war. \$ 2 Mrd. entfielen auf Plazierungen des US-Finanzministeriums im Ausland, und weitere \$ 6 Mrd. bestanden aus Anleihen, die von US-Banken – zumeist in FRN-Form – zur Stärkung ihrer Kapitalbasis aufgelegt wurden. Im Fall japanischer Schuldner, der zweitgrößten Kreditnehmergruppe des vergangenen Jahres, stellten die \$ 16 Mrd. an Neuemissionen gegenüber 1983 eine Steigerung um 43% dar. Obgleich für japanische Unternehmen konvertible Schuldverschreibungen, insbesondere in der Schweiz, weiterhin das wichtigste Instrument der internationalen Kapitalmarktfinanzierung waren, setzten sie im Eurodollarsektor doch in erheblichem Maße andere Techniken, namentlich Währungsswaps ein, wofür die japanischen Banken einen aktiven Markt boten.

Wenn auch die Kapitalnehmer aus den USA und Japan einen dominierenden Einfluß auf die Gesamtentwicklung des Marktes ausübten, so griffen doch auch Schuldner anderer Nationalität merklich stärker auf internationale Anleihen zurück. In einigen Ländern wie Schweden und Dänemark lag der wichtigste Grund in der Umstrukturierung bestehender Bankkredite zu günstigeren Konditionen, namentlich durch die Begebung von FRN-Obligationen. Ein anderer wichtiger Bestimmungsfaktor war, daß die Banken verschiedener Länder bestrebt waren, die Fristenstruktur ihrer Dollarverbindlichkeiten zu strecken. So entfielen auf die französischen und britischen Banken fast 45 bzw. 60% der von Schuldnern dieser beiden Länder aufgenommenen internationalen Anleihen. Außerhalb des OECD-Gebiets beschränkte sich der Marktzugang im wesentlichen auf internationale Organisationen und einige asiatische Länder wie Südkorea und Malaysia, die Nutzen aus der Verbreiterung des Marktes für FRN-Titel zogen.

Im ersten Quartal 1985 setzte sich – trotz mitunter ausgeprägter Zins- und Wechselkursunsicherheiten – die Emissionsaktivität am internationalen Anleihemarkt auf dem ungewöhnlich hohen Niveau der letzten Monate des Jahres 1984 fort. Die wichtigsten Auftriebsfaktoren waren eine starke Zunahme der Anleihebegebungen durch japanische Firmen, anhaltend umfangreiche Kreditaufnahmen durch amerikanische Unternehmen und eine Welle von Refinanzierungen mit Hilfe von FRN-Begebungen. Am Euroanleihemarkt konzentrierte sich das Geschehen stark auf den Dollar, wenngleich in Prozent gerechnet die Euro-Yen-Emissionen, die von den weiteren Liberalisierungsmaßnahmen der japanischen Behörden vom Dezember 1984 profitierten, mit 55% am stärksten zunahmen. Der Trend zur Deregulation setzte sich bis in das Jahr 1985 fort: Mit Wirkung vom April wurde die von japanischen Emittenten von Euro-Yen-Anleihen zu zahlende 20prozentige Quellensteuer auf Zinserträge gebietsfremder Investoren aufgehoben. Anfang April öffneten die französischen Behörden wieder den Markt für Euroanleihen in französischen Franc, und in Deutschland wurden im Mai die Emissionsregeln für DM-Auslandsanleihen gelockert, so daß in Deutschland nunmehr auch neue Wertpapierarten wie FRN-Obligationen und Zerobonds zugelassen sind.

### **Strukturelle Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten**

Neben tiefgreifenden Veränderungen hinsichtlich der geographischen Ausrichtung der internationalen Kapitalströme fand in den letzten Jahren auf den



internationalen Finanzmärkten eine weitere auffällige Entwicklung statt, die besonders 1984 in den Vordergrund trat, nämlich eine Veränderung in der Struktur und den Formen der Finanzvermittlung. Die wichtigsten Wesensmerkmale dieser Entwicklung kann man wie folgt zusammenfassen: abnehmende Bedeutung der mehr traditionellen Formen der internationalen Ausleihungen der Banken wie beispielsweise der Konsortialkredite; wachsende Bedeutung der Wertpapiermärkte; vielfältige finanzielle Innovationen und zunehmendes Gewicht der Positionen „außer Bilanz“ wie beispielsweise Back-up-Linien und Garantien als Ertragsmöglichkeiten für die Banken; und – als Folge dieser verschiedenen Entwicklungen – ein Verfließen der Grenzen zwischen Kredit- und Anleihemärkten, nationalen und internationalen Märkten sowie Finanzmittlern und deren Kunden.

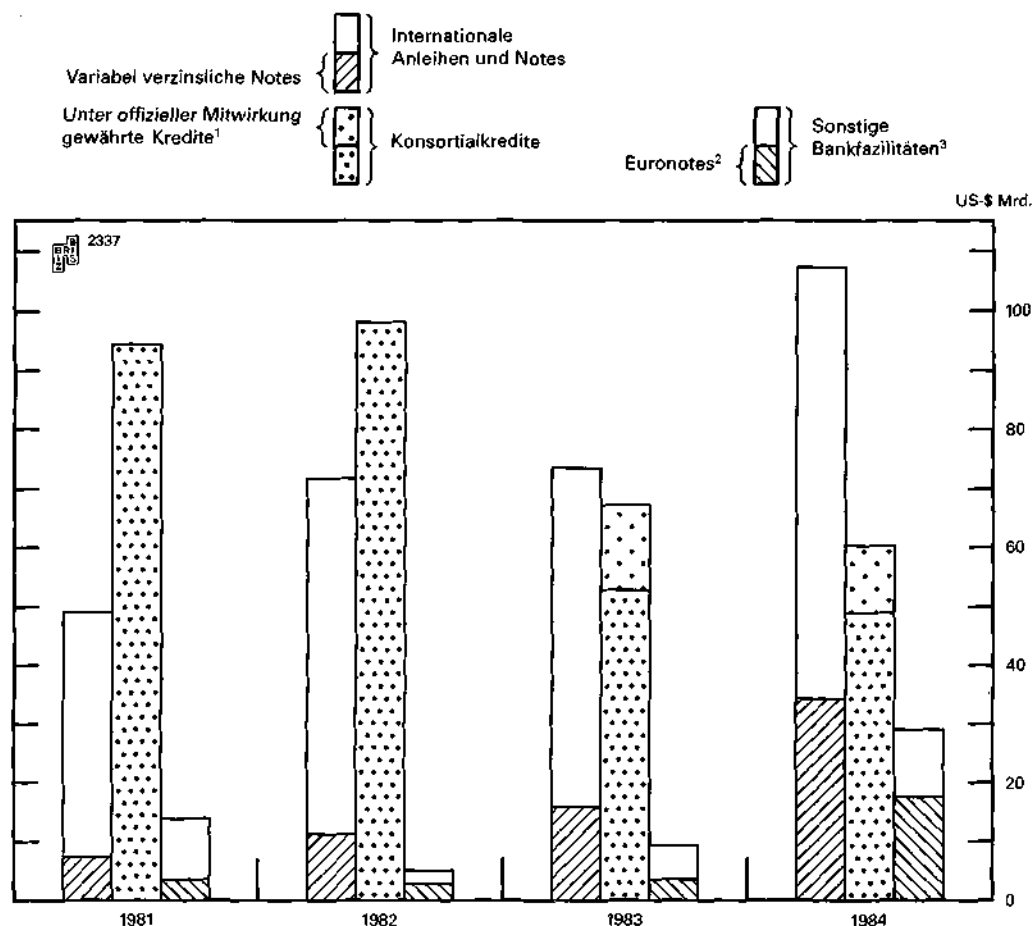
Die gegenüberstehende Grafik illustriert in quantitativer Hinsicht einige dieser Entwicklungen. Sie zeigt die spektakuläre Expansion des Anleihemarkts, auf dem sich die Neubegabungen von 1981 bis 1984 mehr als verdoppelt haben, nämlich von weniger als \$ 50 auf fast 108 Mrd., während sich der Betrag neu gewährter Konsortialkredite in dieser Zeit von \$ 95 auf 60 Mrd. verringert hat. Im selben Zeitraum sind die von den Banken „außer Bilanz“ eingeräumten Back-up-Linien um mehr als 100% von \$ 14 auf 29 Mrd. gestiegen.

Darüber hinaus veränderte sich auch die jeweilige Zusammensetzung dieser drei Finanzierungsaggregate. Am Anleihemarkt schnellten die variabel verzinslichen Obligationen (FRN) von \$ 7,5 auf 34,5 Mrd. empor, womit sie nahezu ein Drittel des gesamten Emissionsvolumens von 1984 stellten. Außerdem wurde ein sehr großer Teil der Festzinsobligationen vom jeweiligen Emittenten, gewöhnlich einer Bank, zum Gegenstand eines Swap gegen andere, variabel verzinsliche Schuldtitel gemacht. Von dem geringeren Volumen neuer Konsortialkredite entfiel ein erheblicher Betrag, nämlich über \$ 10 Mrd. im Jahre 1984, auf Kredite, die in Zusammenhang mit unter offizieller Mitwirkung zustande gekommenen Umschuldungsabkommen gewährt wurden. Angesichts der zunehmenden Tendenz bei Schuldnern aus Industrieländern, Bankverbindlichkeiten vor Fälligkeit durch marktfähige Kapitalmarktpapiere zu ersetzen, überzeichnet das Volumen der neuen Konsortialkredite im Jahre 1984 den Zuwachs bei der internationalen Kreditgewährung der Banken. Was schließlich die Back-up-Kredite anbelangt, so ist praktisch die gesamte seit 1981 eingetretene Expansion auf relativ neue Instrumente wie „Note Issuance Facilities“ (NIF), „Revolving Underwriting Facilities“ (RUF) und „Multiple Component Facilities“ zurückzuführen. Die relative Bedeutung klassischer Instrumente wie Akzepte und Back-ups für Commercial-paper-Begabungen ist hingegen zurückgegangen.

Leider lassen sich einige andere Merkmale struktureller Veränderungen und Innovationen nicht grafisch darstellen. Hierzu zählen beispielsweise die zunehmende Kompliziertheit und Vielfältigkeit der verwendeten Instrumente, die wachsende Bedeutung von Währungs-Futures und von Währungs- und Zinsoptionen am Euromarkt, die geringere Rolle des Interbankmarktes als Finanzierungsquelle für internationale Bankausleihungen und das Zusammenwachsen der nationalen und internationalen Finanzmärkte.

In früheren Jahresberichten wurden einige dieser Entwicklungen untersucht, und es wurde aufgezeigt, auf welche Weise neuartige Finanzierungstechniken den

# Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1981–84



<sup>1</sup> Kreditgewährung im Rahmen von unter offizieller Mitwirkung zusammengestellten Finanzierungspaketen. <sup>2</sup> Einschl. Einlagenzertifikaten und „multiple-component facilities“. <sup>3</sup> Ohne in Zusammenhang mit Fusionen gewährte Großkredite.

Umfang und die Struktur der Aktivitäten an den Kredit- und Kapitalmärkten beeinflusst haben. Im verbleibenden Teil dieses Abschnitts wird aus längerfristiger Perspektive ein kurzer Überblick über die für zahlreiche strukturelle Veränderungen und Innovationen verantwortlichen Faktoren gegeben und deren allgemeine Bedeutung für die Kreditmittlerfunktion der internationalen Finanzmärkte und die Wirtschaftspolitik gewürdigt.

Die Schuldenkrise kann als Wendepunkt in der jüngsten Entwicklung der internationalen Finanzmärkte verstanden werden. Sie bedeutete, daß die spontanen Ausleihungen an eine Reihe von Entwicklungsländern in der Form syndizierter Kredite praktisch zum Stillstand kamen. Gleichzeitig verringerte sich bei mehreren Ländern mit hoher Kreditwürdigkeit als Folge von Anpassungen ihre Nachfrage nach Bankkrediten. Ferner sahen sich die Banken als Ergebnis von Kreditumschuldungen und von im Rahmen von unter offizieller Mitwirkung geschnürten

Finanzierungspaketen unfreiwillig gewährten neuen Krediten plötzlich mit hohen Beständen immobiler Aktiva konfrontiert und mußten sich hierfür langfristig refinanzieren. Somit reduzierten die Banken in erheblichem Maße den Umfang ihres Konsortialkreditgeschäfts und änderten gleichzeitig ihre Refinanzierungstechniken, indem sie weniger den Interbankmarkt in Anspruch nahmen und dafür FRN-Anleihen begaben – oder festverzinsliche Schuldverschreibungen, die dann durch Swapgeschäfte gegen variabel verzinsliche Schuldtitel getauscht werden konnten.

Zugleich wurden infolge der vermuteten Schwächung der Struktur der Bankbilanzen in Zusammenhang mit internationalen und inländischen Problemkrediten die Wettbewerbsfähigkeit und das Kreditmittlerpotential der Banken in Mitleidenchaft gezogen. Dies führte bei den Nichtbankanlegern zur sogenannten „Flucht in die Qualität“; sie haben einen Teil ihrer Portefeuilles weg von Bankeinlagen und hin zu Wertpapieren von Emittenten mit traditionell hoher Kreditwürdigkeit verlagert. Einige der großen Emittenten wie beispielsweise Schweden haben ihrerseits die für sie sehr günstigen Kapitalmarktkonditionen genutzt und ihre Zinskosten mit Hilfe eines Refinanzierungspakets vermindert, das eine Reduzierung ihrer direkten Bankverbindlichkeiten beinhaltete.

Die Verschuldungskrise fiel auch mit einer Reihe gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen von internationaler Tragweite zusammen, die die Struktur der Finanzintermediation beeinflussten. Einige davon, so das Schwinden der OPEC-Überschüsse und das Entstehen hoher Finanzierungsüberschüsse in Europa und Japan, wirkten sich auf Form und Richtung der internationalen Kapitalströme aus. Während die OPEC-Anleger Bankeinlagen den Vorzug gaben, zeigten sich die Investoren in Europa und Japan – insbesondere die institutionellen Anleger – stärker an marktfähigen Wertpapieren interessiert, häufig wegen anderweitiger institutioneller Beschränkungen, aber auch deshalb, weil diese Instrumente besser der Fälligkeitsstruktur ihrer Verbindlichkeiten entsprachen. Gleichzeitig führten die Herausbildung hoher Haushaltsdefizite in den USA und der dadurch bedingte staatliche Finanzierungsbedarf in der Tendenz am inländischen Finanzmarkt zu einer Verdrängung von US-Unternehmen, die deshalb ihre Mittelaufnahme auf den Euroanleihemarkt verlagerten, wo sie als Emittent höchst willkommen waren.

Ein weiterer bedeutender makroökonomischer Faktor war die Zunahme der Zins- und Wechselkursschwankungen. Diese Entwicklung veranlaßte die Finanzierungsinstitute dazu, die Struktur der Forderungen und Verbindlichkeiten in ihren Bilanzen durch die Begebung von FRN-Anleihen oder mittels Zins- und Währungsswaps besser miteinander in Einklang zu bringen. Darüber hinaus wandten sich die Banken in zunehmendem Maße den Märkten für Financial Futures, Optionen und anderen Instrumenten wie beispielsweise Zinsterminkontrakten zu, die alle eine gleich gute Absicherung sowohl gegen Zins- wie auch Wechselkursrisiken bieten. Allgemein ist es weitgehend den größeren Zins- und Wechselkursschwankungen zuzuschreiben, daß höchst komplexe Arten von Anleihen, die implizit Kreditnehmern wie Anlegern die Option einräumen, welches Risiko sie abdecken und welches sie übernehmen möchten, zunehmend an Bedeutung gewonnen haben. Schließlich haben zu dem kräftigen Aufschwung am Wertpapiermarkt noch andere generelle makroökonomische Entwicklungen beigetragen, so das allmähliche

Abflauen der Inflationserwartungen und der Rückgang der langfristigen Zinssätze ebenso wie die steil ansteigende Renditenkurve insbesondere im Bereich der Festzinsanleihen.

Freilich vermögen Schuldenkrise und allgemeine wirtschaftliche Vorgänge die strukturellen Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten nicht völlig zu erklären. Die abnehmende Bedeutung direkter Bankkredite und die verstärkte Hinwendung zur Wertpapierfinanzierung, die auch auf den Inlandsmärkten zu beobachten ist, dürften tiefer liegende Ursachen haben, die mit Änderungen des regulativen Rahmens und der Wettbewerbssituation in Zusammenhang stehen und das gegenwärtige günstige Marktklima überdauern dürften. Fast alle nationalen Märkte mit einem internationalen Parallelmarkt sind davon berührt worden, wenngleich die genannten Veränderungen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedliche Formen angenommen haben. In einigen Fällen waren es Steuersenkungen, in anderen wurden die Devisenkontrollen aufgehoben, und in wiederum anderen wurde die traditionelle Abgrenzung der Bereiche, innerhalb deren die verschiedenen Kategorien von Finanzmittlern tätig sein dürfen, fallengelassen. Diese Maßnahmen der Liberalisierung und Deregulierung wirkten sich in mehrfacher Hinsicht auf die Art der Geschäfte aus, die durchzuführen Banken und Nichtbanken bereit und in der Lage sind. Sie führten insbesondere zu einem schärferen Wettbewerb zwischen den Finanzierungsinstituten und folglich zu niedrigeren Margen im Kreditgeschäft mit ersten Adressen.

Eine Konsequenz dieser Veränderungen auf den Finanzmärkten war, daß die Bankenaufsichtsbehörden an die Kreditinstitute appellierten, stärker auf ihre Kapitalrelationen zu achten und Rückstellungen für zweifelhafte Kredite vorzunehmen. Wegen der hohen Kosten für Eigenkapital haben die Banken auf diese Erfordernisse auf verschiedene Weise reagiert: auf der Passivseite ihrer Bilanzen durch die Begebung nachrangiger Schuldverschreibungen überwiegend in Form von FRN-Titeln, die hauptsächlich von anderen Banken in ihr Portefeuille genommen wurden, und auf der Verwendungsseite durch eine Umschichtung ihrer Portefeuilles zugunsten von Aktiva, für die weniger strenge Anforderungen gelten, beispielsweise Geschäfte „außer Bilanz“ in Gestalt von Finanzierungszusagen und Back-up-Fazilitäten, sowie durch die Reduzierung ihres Engagements gegenüber bestimmten Kategorien von Kunden, wobei sie in einigen Fällen einen Teil ihrer Kreditengagements verkauften.

Die Auswirkungen dieser Veränderungen auf den Finanzmärkten sind vielfacher Art. Wirtschaftspolitisch gesehen ist die stärkere Integration der Märkte – der inländischen und der Euromärkte, der Kredit- und der Kapitalmärkte sowie der Märkte verschiedener Währungen – von größter Bedeutung. Die erhöhten Ausweichmöglichkeiten, zu denen diese Integration hingeführt hat, mag sehr wohl zur Folge gehabt haben, daß wirtschaftspolitische Strategien an Effizienz und bestimmte mikro- und makroökonomische Instrumente an Präzision eingebüßt haben.

Als zweite bedeutende Auswirkung dieser Veränderungen ergab sich das Verwischen der Grenzen zwischen den verschiedenen Kategorien von Finanzmittlern sowohl in institutioneller als auch in funktioneller Hinsicht. In einigen Ländern haben die Banken ihre Tätigkeit in Geschäftsbereiche wie beispielsweise die Übernahme

von Wertpapieren ausgedehnt, die nicht zu ihrer angestammten Domäne gehörten. So kommen Optionen, die die Banken ihren Kunden einräumen, einem Versicherungsschutz gleich. Als Folge dieser Entwicklungen haben sich die Art sowie die Zusammensetzung der von den jeweiligen Gruppen von Marktteilnehmern und insbesondere den Banken eingegangenen Risiken verändert. Beispielsweise gehen die Banken bei einigen Back-up-Fazilitäten kein Kreditrisiko mehr ein, das sich als eindeutiges Engagement in der Bilanz niederschlägt. Das Risiko, das die an einem Back-up-Kredit beteiligte Bank eingeht, besteht vielmehr darin, daß sich die Bonität des Kreditnehmers ändern kann und/oder daß dieser dem Markt eine höhere Zinsmarge zugestehen muß. Überdies beinhaltet die mit einigen der neuen Finanzierungsinstrumenten verbundene Übernahmeverpflichtung Marktrisiken, deren Bewältigung sich in einigen Aspekten recht erheblich vom Risikomanagement im traditionellen Bankgeschäft unterscheidet.

Solche Veränderungen bei den Risiken und deren Verteilung sind dann zu begrüßen, wenn sie dazu führen, daß letztlich die Risiken bei jenen Marktteilnehmern liegen, die sie am besten einschätzen und tragen können. Freilich könnten sich als Folge des verschärften Wettbewerbs zwischen den Finanzierungsinstituten, des Rückgangs der Zinsspannen, der Neuartigkeit und Komplexität einiger dieser Finanzierungsinstrumente und des daraus resultierenden Verlusts an Markttransparenz neue Gefahrenbereiche auftun. Um so dringlicher stellt sich für Zentralbanken wie Aufsichtsbehörden die Aufgabe, die vielfältigen Veränderungen im Finanzsystem und im Instrumentarium sorgfältig zu beobachten und im Bedarfsfall Orientierungshilfen zu geben oder vorbeugende Maßnahmen zu ergreifen.

### **Die ECU im internationalen Bankgeschäft**

Nach einem eher zögernden Beginn Ende der siebziger Jahre hat die ECU als Rechnungseinheit bei internationalen finanziellen Transaktionen in den letzten drei Jahren rasch an Bedeutung gewonnen. Der Anteil der auf ECU lautenden Forderungen an den insgesamt ausstehenden internationalen Krediten ist freilich noch immer recht niedrig. Mit \$ 28 Mrd. hatten die ECU-Forderungen Ende 1984 nur einen Anteil von weniger als 2½% an den gesamten Inlands- und Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährung. Ähnliche Relationen erhält man auch bei den längeren Laufzeiten: Mit rund \$ 6 Mrd. belief sich das Volumen der bis Ende 1984 aufgelegten ECU-Anleihen auf etwas mehr als 2% der insgesamt umlaufenden Eurobonds. Es gibt jedoch mehrere Gründe, warum die Verwendung der ECU als Rechnungseinheit bei internationalen finanziellen Transaktionen trotz des relativ bescheidenen Geschäftsumfangs nicht als eine Art institutionelles Kuriosum abgetan werden sollte.

Erstens zählt der ECU-Sektor schon jetzt zu den wichtigeren Teilbereichen des Eurokreditmarkts. Zwar spielen der US-Dollar, die D-Mark und der Schweizer Franken auf den Euromärkten eine wesentlich bedeutendere Rolle, doch liegt die ECU gemessen an den Forderungen der berichtenden europäischen Banken bereits mit erheblichem Vorsprung vor dem Pfund Sterling, dem französischen Franc und dem holländischen Gulden. Bei den Euroanleihen, die Ende 1984 in Umlauf waren,

nimmt die ECU nach dem US-Dollar, der D-Mark, dem Pfund Sterling und dem kanadischen Dollar den nächsten Rang ein.

Zweitens erhält die Expansion des ECU-Marktes in den letzten drei Jahren noch dadurch besonderes Gewicht, daß sie sich vor dem Hintergrund eines verlangsamten Wachstums der internationalen Bankkredite insgesamt vollzog. Zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet waren die ECU-Forderungen der berichtenden europäischen Banken Ende 1984 um \$ 21,5 Mrd. höher als zwei Jahre zuvor. Demgegenüber verringerten sich ihre auf D-Mark und Schweizer Franken lautenden Forderungen am Euromarkt, ebenfalls in Dollar gerechnet, im gleichen Zeitraum um \$ 16 bzw. 14 Mrd., während sich ihre Yen-Forderungen um \$ 1 Mrd. erhöhten. Lediglich ihre Dollarforderungen weiteten sich – in absoluten Zahlen – mit \$ 26 Mrd. etwas kräftiger aus als die ECU-Forderungen. Zu berücksichtigen sind jedoch in diesem Zusammenhang die aus der Höherbewertung des Dollars resultierenden Umrechnungseffekte. Aber selbst wenn man – was ziemlich unrealistisch ist – annimmt, daß die Anteile der einzelnen Währungen innerhalb der Forderungsbestände zwei Jahre lang von Änderungen ihres Dollarwertes unberührt geblieben und die Bestände von Ende 1982 deshalb auf der Grundlage der Wechselkurse von Ende 1984 neu berechnet worden sind, nahmen die ECU-Forderungen der berichtenden Banken mit \$ 23 Mrd. im gleichen Umfang wie die Forderungen in D-Mark und immer noch erheblich stärker als die in Schweizer Franken und Yen zu. Auf dem Euroanleihemarkt wurde die erste ECU-Anleihe im April 1981 begeben. 1982 betrug das Volumen der Neuemissionen \$ 0,8 Mrd., 1984 waren es bereits annähernd \$ 3 Mrd.

Die ECU und der Euromarkt  
(Inlands- und Auslandspositionen in Fremdwährung und in ECU)

Währung	Stand Ende Dezember						Veränderung* Ende 1982–Ende 1984			
	1982		1983		1984		zu jeweiligen Wechselkursen		zu konstanten Wechselkursen von Ende 1984	
	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten
Milliarden US-Dollar										
Deutsche Mark ..	155,9	141,6	151,7	136,0	144,2	133,7	-15,8	-11,6	23,1	23,7
Schweizer Franken	79,0	71,5	77,0	70,7	66,9	61,5	-14,3	-12,9	4,1	3,9
Yen .....	30,6	31,8	28,9	33,4	32,1	31,4	1,3	- 0,9	3,3	1,1
ECU .....	6,5 <sup>s</sup>	5,5 <sup>s</sup>	11,9	10,0	28,0	22,3	21,5 <sup>s</sup>	16,8 <sup>s</sup>	23,2 <sup>s</sup>	18,3 <sup>s</sup>
Pfund Sterling ..	15,5	18,0	14,8	16,4	16,5	17,5	0,2	- 1,2	4,7	4,0
Französischer Franc	13,5	15,7	15,3	15,5	13,3	13,5	- 1,0	- 2,9	3,1	2,0
Holländischer Gulden .....	14,3	13,8	15,7	14,0	13,1	12,3	- 1,4	- 1,5	2,3	2,1
Belgischer Franc	7,1	6,3	7,1	6,0	7,9	7,2	0,7	0,8	2,5	2,4
Italienische Lira ..	2,7	3,6	3,3	3,8	4,2	4,8	1,3	0,8	2,1	2,0
Nachrichtlich:										
US-Dollar ..	831,6	868,6	867,3	906,6	888,5	936,7	25,7	36,8	25,7	36,8

Anmerkung: Nur Positionen der Banken in Europa. s = Schätzung.

\* Aufgrund von Brüchen in den Zeitreihen lassen sich die Stromgrößen nicht aus den obigen Bestandszahlen errechnen.

Struktur des ECU-Geschäfts der Banken

	Forderungen		Verbindlichkeiten	
	Ende 1983	Ende 1984	Ende 1983	Ende 1984
	Milliarden US-Dollar			
Positionen gegenüber Nichtbanken				
Inland .....	2,7	4,8	0,5	0,9
Ausland (EG) .....	0,8	1,7	0,4	0,6
Ausland (außer EG) .....	0,2	0,8	0,1	0,4
Nicht aufteilbar .....	0,2	0,6	0,1	0,1
Positionen gegenüber Nichtbanken zusammen	3,9	7,9	1,1	2,0
Positionen gegenüber Banken				
Inland .....	2,3	5,2	2,5	5,3
Ausland (EG) .....	5,3	12,7	5,7	13,1
Ausland (außer EG) .....	0,3	1,3	0,6	1,4
Nicht aufteilbar .....	0,1	0,9	0,1	0,5
Interbankpositionen zusammen	8,0	20,1	8,9	20,3
Insgesamt .....	11,9	28,0	10,0	22,3

Drittens war es nicht allein das quantitative Wachstum, das für die beschleunigte Entwicklung des ECU-Marktes kennzeichnend war, sondern parallel dazu kam es auch zu einer Diversifizierung und zunehmenden Verfeinerung der Finanzierungstechniken. Inzwischen stehen Finanzierungsinstrumente mit fester und variabler Verzinsung für sämtliche Laufzeitbereiche zur Verfügung, und neben den klassischen Emissionen werden auf dem Kapitalmarkt Zerobonds, Gewinnschuldverschreibungen und Wandelanleihen angeboten. Darüber hinaus beschränkt sich der Kreis der Marktteilnehmer nicht nur auf die EG-Länder, sondern erfaßt z. B. auch osteuropäische Länder und Nordamerika.

Wie ist das rasche Vordringen der ECU als Rechnungseinheit bei internationalen finanziellen Transaktionen zu erklären, und wie sind die Wachstumsaussichten des ECU-Marktes zu beurteilen? Um hierauf eine Antwort geben zu können, soll zunächst einmal das ECU-Geschäft der Banken, das mit besonders eindrucksvollen Zahlen aufwarten kann, genauer untersucht werden.

Eine Aufgliederung der ECU-Positionen der berichtenden europäischen Banken findet sich in der obenstehenden Tabelle. Auffallend ist der relativ geringe Umfang des Direktgeschäfts mit Nichtbanken, insbesondere auf der Herkunftsseite des Marktes, wo Ende 1984 von Verbindlichkeiten über insgesamt \$ 22,3 Mrd. lediglich \$ 2 Mrd. auf Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken entfielen. Mit \$ 7,9 Mrd. lagen die direkten Forderungen an Nichtbanken zwar deutlich über den Verbindlichkeiten, machten aber noch immer weniger als 30% aller ECU-Forderungen aus. Bemerkenswert ist ferner, daß es sich beim größten Teil (\$ 4,8 Mrd.) der Ausleihungen an Nichtbanken um im Inland vergebene ECU-Kredite, namentlich an Gebietsansässige in Italien und Frankreich, handelte (vgl. dazu die Tabelle auf S. 148). Auch ging mehr als ein Drittel der Nichtbanken gewährten Auslandskredite in ECU (insgesamt \$ 3,1 Mrd.) an italienische Kreditnehmer, während sich die verbleibenden \$ 2 Mrd. auf einen ziemlich großen Kreis von Empfängern, auch außerhalb

Europas, verteilten. Auf der Herkunftsseite kamen \$ 0,9 Mrd. der ECU-Einlagen von Gebietsansässigen, zu mehr als drei Vierteln aus den Benelux-Ländern. Die Auslandseinlagen von Nichtbanken beliefen sich auf insgesamt \$ 1,1 Mrd., davon entfielen fast 45% auf Gebietsansässige in den Benelux-Ländern, der Rest stammte von Einlegern aus zahlreichen anderen Ländern. Alles in allem dürften auf der Verwendungsseite des Marktes Gebietsansässige in Italien gut die Hälfte, nämlich etwa 55%, der Kredite an Nichtbanken erhalten haben, während auf der Herkunftsseite des Marktes fast 60% der Nichtbankeinlagen Gebietsansässigen der Benelux-Länder zuzuordnen waren.

Die beachtliche Differenz von \$ 6 Mrd. zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Nichtbanken Ende 1984 liefert im wesentlichen auch die Erklärung dafür, warum die ECU-Verbindlichkeiten der Banken erheblich niedriger sind als ihre ECU-Forderungen. Da sich die Banken nicht auf ein nennenswertes Einlagengeschäft mit Nichtbanken stützen konnten, bedeutete dies vor allem, daß sie den größten Teil der zur Refinanzierung ihrer Endausleihungen in ECU erforderlichen ECU letztendlich selbst schaffen mußten. Dies taten sie, indem sie entweder die entsprechenden Korbwährungen borgten oder ganz einfach Devisenkassageschäfte tätigten und sich gegen das daraus resultierende Wechselkursrisiko an den Terminmärkten absicherten.

Der geringe Umfang des Auslandsgeschäfts mit Nichtbanken bedeutete, daß der ECU-Markt in seiner internationalen Dimension vor allem als Interbankmarkt wirkt. Besonders deutlich wird dies, wenn man die Interbankforderungen innerhalb des Berichtsgebiets für sich betrachtet, denn hier war der Anteil des Interbankmarkts am gesamten Auslandsgeschäft erheblich höher als in den meisten anderen Währungssegmenten des Euromarktes, insbesondere bei US-Dollar, D-Mark, Schweizer Franken und holländischem Gulden.

Warum die Interbankpositionen ein derartiges Übergewicht haben, wird vielleicht etwas klarer, wenn man als Ausgangspunkt die Bedeutung der einzelnen ECU-Marktzentren wählt. Der Tabelle auf S. 148 ist zu entnehmen, daß Ende 1984 die Banken an vier Finanzplätzen – Frankreich, Belgien-Luxemburg, Italien und Großbritannien – mit etwa 94% nahezu die Gesamtheit des ECU-Geschäfts auf sich vereinigten. Andererseits hatte keines dieser vier Zentren eine wirklich führende Stellung inne, während sich das Geschäft in den anderen Segmenten des Euromarktes vorwiegend auf einen oder zwei Finanzplätze (normalerweise Großbritannien) konzentriert.

Was das Geschäft mit Nichtbanken angeht, so waren jedoch die Marktanteile dieser vier ECU-Hauptumschlagplätze recht unterschiedlich. Allein auf die Banken in Italien entfielen mit \$ 3,3 Mrd. 42% der Forderungen an Nichtbanken, und dabei handelte es sich fast ausschließlich um Inlandskredite. Gleichzeitig war es den Banken in Italien vor allem wegen der Devisenkontrollen nicht möglich, das ECU-Einlagengeschäft mit inländischen Nichtbanken wesentlich auszuweiten. Statt dessen refinanzierten sie sich hauptsächlich dadurch, daß sie bei ausländischen Banken netto ECU aufnahmen.



Aufgliederung des ECU-Geschäfts nach Finanzplätzen  
Stand Ende Dezember 1984

	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	Zu- sammen	davon gegenüber				Zu- sammen	davon gegenüber			
		Gebietsfremden		Gebietsansässigen			Gebietsfremden		Gebietsansässigen	
		Banken	Nicht- banken	Banken	Nicht- banken		Banken	Nicht- banken	Banken	Nicht- banken
Milliarden US-Dollar										
Banken in:										
Belgien .....	4,8	3,5	0,6	0,7	—	2,9	1,8	0,3	0,6	0,2
Luxemburg .....	2,2	0,9	0,8	0,4	0,1	2,1	0,9	0,3	0,6	0,3
Frankreich .....	9,1	4,9	0,7	2,4	1,1	6,1	3,5	0,1	2,4	0,1
Italien .....	5,6	1,7	—	0,6	3,3	5,8	5,2	0,1	0,5	—
Großbritannien .....	4,8	3,0	0,6	1,1	0,1	3,9	2,6	0,1	1,1	0,1
Sonstige Länder* .....	1,5	0,9	0,4	—	0,2	1,5	1,0	0,2	0,1	0,2
Insgesamt ..	28,0	14,9	3,1	5,2	4,8	22,3	15,0	1,1	5,3	0,9

\* Dänemark, Deutschland, Irland, die Niederlande, Österreich, Schweden und Spanien.

Demgegenüber bestritten die Banken in Belgien und Luxemburg einen sehr großen Teil (45%) des Auslandskreditgeschäfts mit Nichtbanken, und nur ihnen gelang es, in nennenswertem Umfang Nichtbankeinlagen hereinzunehmen, die vorwiegend von Kleinlegern stammen dürften. Insgesamt verfügten die belgischen Banken über eine beachtliche Nettoforderungsposition in ECU und führten dem grenzüberschreitenden ECU-Interbankmarkt netto Mittel zu.

Die Banken in Frankreich nehmen eine mittlere Position ein. Das Interesse einiger großer Staatsunternehmen an ECU-Krediten bot ihnen die Möglichkeit, ECU-Forderungen in Höhe von umgerechnet etwa \$ 1,1 Mrd. gegenüber gebietsansässigen Nichtbanken zu bilden. Da jedoch der inländische Kundenkreis begrenzt ist, forcierten sie das grenzüberschreitende Aktivgeschäft in ECU, so vor allem die Finanzierung des Inlandsgeschäfts der Banken in Italien. Auf der Passivseite mußten sie sich wegen der für Gebietsansässige bestehenden Devisenvorschriften fast ausschließlich über Switchgeschäfte oder über die Aufnahme von Auslandskrediten am ECU-Interbankmarkt refinanzieren. So waren die Banken in Frankreich mit einer Nettoforderungsposition von \$ 3 Mrd. unter den vier führenden Marktzentren die bedeutendsten ECU-„Produzenten“.

Die Banken in Großbritannien, die sich nicht einmal auf ein so bescheidenes Volumen an Nichtbankeinlagen stützen können wie die belgischen und luxemburgischen Banken und denen im Unterschied zu den italienischen und – in geringerem Maße – den französischen Banken auch keine Inlandsnachfrage gegenübersteht, sind hauptsächlich auf dem Interbankmarkt tätig. Gefördert wurde diese Entwicklung dadurch, daß in London eine große Zahl von Niederlassungen ausländischer Banken ansässig ist, von denen einige erheblich zum wachsenden Engagement Großbritanniens im ECU-Geschäft beitrugen.

An den anderen Finanzplätzen, für die Zahlen vorliegen, ist der Umfang des ECU-Geschäfts nach wie vor recht gering. Der Gesamtbetrag der Forderungen und Verbindlichkeiten – praktisch ausnahmslos gegenüber Gebietsfremden – belief sich in den betreffenden Ländern Ende 1984 auf insgesamt je \$ 1,5 Mrd.

Durch die geographische Ausweitung des ECU-Geschäfts der Banken trugen die einander ergänzenden Funktionen der größeren Finanzplätze entscheidend zum quantitativen Übergewicht des Interbankgeschäfts bei. Von Bedeutung war ferner, daß sich die ECU-Schaffung offensichtlich auf eine begrenzte Zahl von Banken konzentrierte, die als „market-makers“ fungierten. Dadurch wurde das bereits bestehende Interbanknetz noch engmaschiger. In die gleiche Richtung könnte auch der Wunsch einiger peripherer Banken, nicht zuletzt aus Prestigeerwägungen auf diesem expandierenden Markt präsent sein zu wollen, gewirkt haben.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß das ECU-Geschäft der Banken seine Wachstumsimpulse offensichtlich vor allem von der Aktivseite erhielt. Dabei gingen fast drei Viertel der Kredite an Nichtbanken in Italien und Frankreich. Hingegen waren Nichtbankeinlagen für die Ausweitung des Marktes von untergeordneter Bedeutung, und lediglich bei den Gebietsansässigen der Benelux-Länder erreichten sie einen nennenswerten Umfang. In Anbetracht des nur bescheidenen Einlagengeschäfts mit Nichtbanken mußten die zur Refinanzierung der Kredite erforderlichen ECU zum größten Teil von den Banken selbst geschaffen werden, und hierbei spielten die Banken in Frankreich und Belgien eine führende Rolle.

Ein kurzer Blick auf den Markt für ECU-Anleihen zeigt, daß für etwa 30% aller bis Ende 1984 erfolgten Emissionen Institutionen der EG verantwortlich zeichnen dürften. An zweiter Stelle folgen mit einem Anteil von knapp 24% französische Kapitalnehmer, vor allem staatliche Einrichtungen oder Unternehmen. Auf die Weltbank und italienische Emittenten entfielen je 5–6% des gesamten Emissionsvolumens. Über die Nationalität der Inhaber dieser Anleihen liegen keine näheren Angaben vor, doch dürften auch hier auf der Käuferseite in erheblichem Maße belgische Anleger zu finden sein. Die Begebung von Inlandsanleihen in ECU und die teilweise Lockerung der Devisenkontrollen zu diesem Zweck lassen des weiteren den Schluß zu, daß auch Investoren in Italien und Frankreich ECU-Anleihen zeichneten. Außerhalb der EG waren es insbesondere Kapitalgeber in der Schweiz und Japan, die ein lebhaftes Interesse an Wertpapieren in ECU zeigten, und in jüngster Zeit wurden auch am inländischen Rentenmarkt der USA einige ECU-Anleihen aufgelegt – die ersten nicht auf Dollar lautenden Emissionen überhaupt.

Einer der Hauptgründe für die rasch zunehmende Verwendung der ECU als Rechnungseinheit bei internationalen finanziellen Transaktionen in den letzten Jahren war wohl ihre relative Stabilität. Als Währungskorb schwankt sie gegenüber den EG-Währungen oder dem US-Dollar in aller Regel nicht so stark wie einzelne EG-Währungen, und ihr Zinsniveau ist zwangsläufig stabiler. Bei defensiv orientiertem Verhalten kann die ECU deshalb sowohl für den Schuldner als auch für den Gläubiger Vorteile bieten, insbesondere in einem Umfeld, in dem der Wechselkurs des Dollars und die Dollarzinsen starken Schwankungen unterliegen. Bei der Mittelbeschaffung scheint die ECU als Anleihewährung vor allem für Unternehmen und sonstige Körperschaften aus Ländern mit einem hohen Nominalzinsniveau im Inland interessant gewesen zu sein, für die sie eine kostengünstige Alternative zur Verschuldung in US-Dollar darstellte – kostengünstiger wegen des geringeren Zinsaufwands und, abgesehen von den letzten Monaten, wegen ihres vermutlich geringeren Aufwertungspotentials. Außerdem war es für Unternehmen mit Niederlassungen

in mehreren EG-Ländern möglicherweise einfacher und billiger, sich in ECU zu verschulden, als sich die Mittel getrennt an den nationalen Märkten zu beschaffen. Schließlich scheint es, daß in einigen Mitgliedsländern der EG Außenhandels-geschäfte in zunehmendem Maße in ECU fakturiert und zum Teil auch beglichen werden, so daß in gewissem Umfang auch ECU-Kredite zur Außenhandelsfinan-zierung aufgenommen wurden.

Den Diversifizierungswünschen der Anleger kommt die ECU insoweit entgegen, als Anlagen aus dem US-Dollar herausverlagert werden können, ohne gleich-zeitig die relativ niedrige Verzinsung für D-Mark oder Schweizer Franken in Kauf nehmen zu müssen. Besonders interessant wären Anlagen in ECU als Alternative zu Anlagen in Landeswährung natürlich für Gebietsansässige von Ländern mit relativ hohen Inflationsraten. Hier sind jedoch die Verwendungsmöglichkeiten der ECU durch restriktive Devisenbestimmungen eingeengt, die zweifelsohne in erster Linie für das äußerst geringe Volumen der ECU-Nichtbankeinlagen im internationalen Geschäft der Banken verantwortlich sind. Schließlich wurden namentlich in den Benelux-Ländern erste zaghafte Schritte unternommen, die ECU als Zahlungsmittel zu verwenden, z. B. in Form von Kreditkarten, Reiseschecks und Kundenkonten.

Mitentscheidend für den verstärkten Gebrauch der ECU im internationalen Geschäft war unter anderem, daß eine derartige Entwicklung von offizieller Seite gefördert wurde. Wie bereits erwähnt, wurde ein Großteil der ECU-Anleihen von Institutionen der Europäischen Gemeinschaften und von öffentlichen Körperschaf-ten in den EG-Mitgliedstaaten begeben. Des weiteren wurden in Frankreich die De-visenbestimmungen in letzter Zeit etwas gelockert, so daß Gebietsansässige nun-mehr ECU-Titel erwerben können. Dagegen unterliegt in Deutschland die private Verwendung der ECU weiterhin gesetzlichen Beschränkungen.

Angesichts der vielfältigen Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten, die der ECU-Markt bietet, und in Anbetracht des soliden institutionellen Fundaments dürf-ten wohl kaum Zweifel daran bestehen, daß sich die ECU an den internationalen Finanzmärkten etabliert hat. Allerdings muß sich zeigen, ob der ECU-Markt auch in Zukunft die gleichen hohen Zuwachsraten wie in den letzten beiden Jahren errei-chen und am Ende auf den Euromärkten zum Schweizer Franken oder sogar zur D-Mark aufschließen kann oder ob das Wachstum abflachen und sich auf den Durchschnitt der in den anderen Teilbereichen des Euromarktes zu beobachtenden Zuwachsraten einpendeln wird. Eine Vorbedingung für ein nachhaltiges und stark überdurchschnittliches Wachstum des ECU-Geschäfts der Banken dürfte darin zu sehen sein, daß sich das Kreditgeschäft über Italien und Frankreich hinaus ausdeh-nen läßt und das Einlagengeschäft nicht mehr nur von den Nichtbanken in den Benelux-Ländern getragen wird. Eine weitere Voraussetzung – insbesondere mit Blick auf die Entwicklung des ECU-Kapitalmarkts – kann natürlich auch darin be-stehen, daß sich an der derzeitigen Situation nichts ändert, d. h. daß die Wechsel-kurse der EWS-Währungen untereinander mehr Stabilität aufweisen als gegenüber dem US-Dollar. Dies wiederum wird nicht nur davon abhängen, wie sich der Kurs des Dollars künftig an den Devisenmärkten entwickelt, sondern auch davon, ob es den EG-Mitgliedstaaten gelingt, das zwischen ihnen bestehende Inflationsgefälle weiter abzubauen.

## Die internationale Schuldenlage

Der von den USA angeführte Konjunkturaufschwung in der industrialisierten Welt und beharrliche Anpassungsbemühungen einer Reihe von Schuldnerländern haben zusammen mit dem pragmatischen Verhalten der Gläubigerbanken im letzten Jahr zu einigen Verbesserungen bei der internationalen Schuldenlage geführt, wobei die unterschiedlichen Situationen, in denen sich die einzelnen Schuldnerländer befanden, die Fortführung der seit 1982 verfolgten Strategie, die Schuldenprobleme Fall für Fall anzugehen, rechtfertigten.

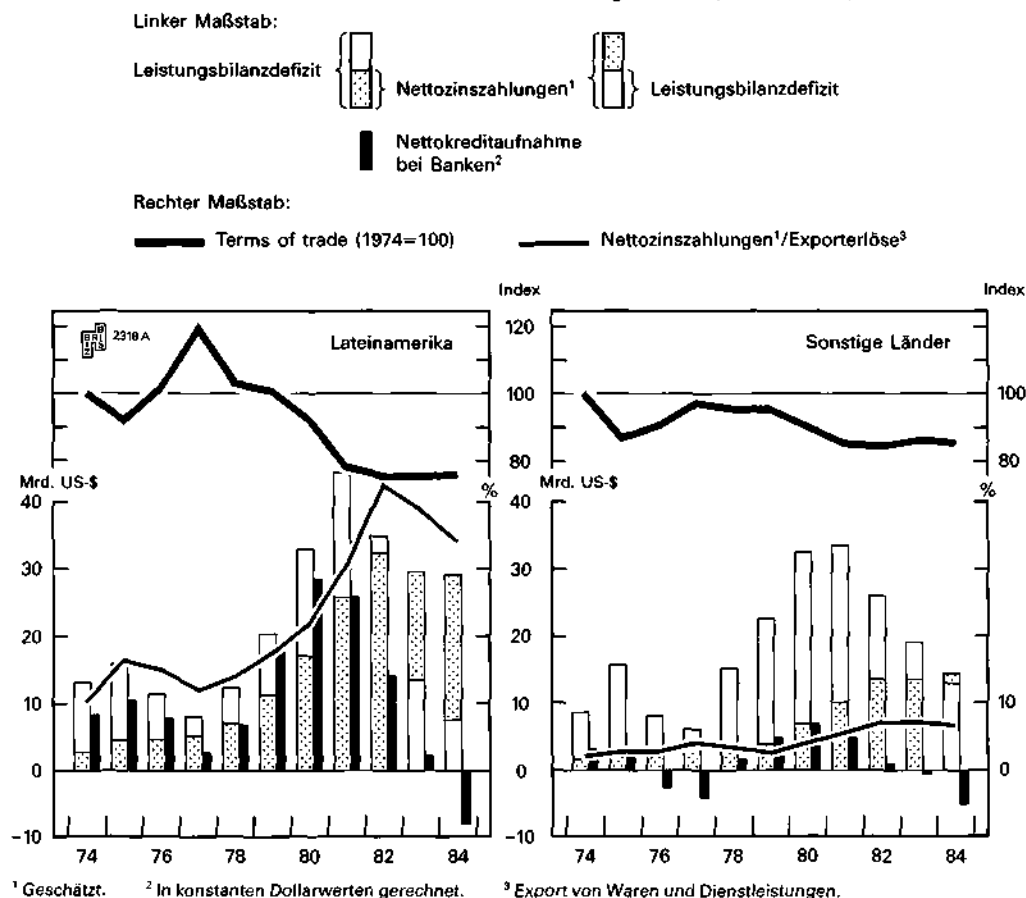
Die Gesamtheit der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer konnte 1984 ihre internationale Zahlungsfähigkeit wiederum beträchtlich stärken, da ihr gemeinsames Leistungsbilanzdefizit weiter sank, nämlich um \$ 12 auf 20,5 Mrd. Ferner war es vielen Ländern infolge dieser durch eine deutliche Zunahme der Exporte erzielten Verbesserung im Gegensatz zum Jahre 1983 möglich, ihre Importe auszuweiten und von einer gewissen Erholung ihrer Binnenwirtschaft zu profitieren.

Unter dem Blickwinkel der internationalen Schuldenlage betrachtet, ist von größter Bedeutung, daß einige lateinamerikanische Nicht-OPEC-Länder, bei denen das Gewicht der Bankschulden ein Vielfaches jenes der anderen Entwicklungsländer ausmacht und die Notwendigkeit, sich weiter anzupassen, besonders dringend war, an dieser Verbesserung teilhatten. Das Ausmaß der Anpassung, das diese Länder erreichten, kommt vielleicht durch die Tatsache am deutlichsten zum Ausdruck, daß diese Länder im vergangenen Jahr – nach Abzug ihrer Nettozinszahlungen – einen Leistungsbilanzüberschuß von fast \$ 22 Mrd. erzielten, während sie 1981 ein Defizit von annähernd \$ 20 Mrd. verzeichnet hatten.

Das Gesamtbild Lateinamerikas (ohne OPEC-Länder) war natürlich stark durch die Entwicklung in den drei größten Ländern dieser Gruppe – Brasilien, Mexiko und Argentinien – beeinflusst, die im vergangenen Jahr alle beträchtliche Handelsbilanzüberschüsse aufwiesen (s. Kapitel V, S. 120). Die starke Zunahme der Exporte Brasiliens und Mexikos hatte zur Folge, daß für Lateinamerika insgesamt das Verhältnis der Schulden zu den Erlösen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen erstmals seit 1979 sank. Desgleichen verringerte sich, obwohl die Dollarzinsen im Jahresdurchschnitt höher waren als 1983, das Verhältnis der Nettozinszahlungen zu den Exporterlösen, das bereits im Jahr davor zu sinken begonnen hatte, auf 34%, was eine Abnahme um 20% gegenüber dem 1982 verzeichneten Höchstwert von 42,4% darstellt. Angesichts des starken Rückgangs der Dollarzinsen im zweiten Halbjahr 1984 ist anzunehmen, daß diese Relation 1985 weiter beträchtlich zurückgehen wird.

Was die übrigen Nicht-OPEC-Entwicklungsländer anbelangt, wo die Schuldenlast im allgemeinen nicht so schwer ist wie in Lateinamerika, entwickelte sich die Lage in den meisten südostasiatischen Ländern besonders günstig. Mit ihren exportorientierten Volkswirtschaften zogen diese Länder einen überproportionalen Nutzen aus der allgemeinen Belebung des Welthandels; ferner (mit Ausnahme der Philippinen) ermöglichte ihnen ihre allgemein höhere Kreditwürdigkeit, neue Mittel zu sehr günstigen Konditionen aufzunehmen. Andererseits blieb die Lage in den meisten afrikanischen Staaten ernst. Sie vermochten nicht in einem größeren Ausmaß

# Bestimmungsgründe für den Kreditbedarf und die Inanspruchnahme internationaler Bankmittel durch die Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1974–84

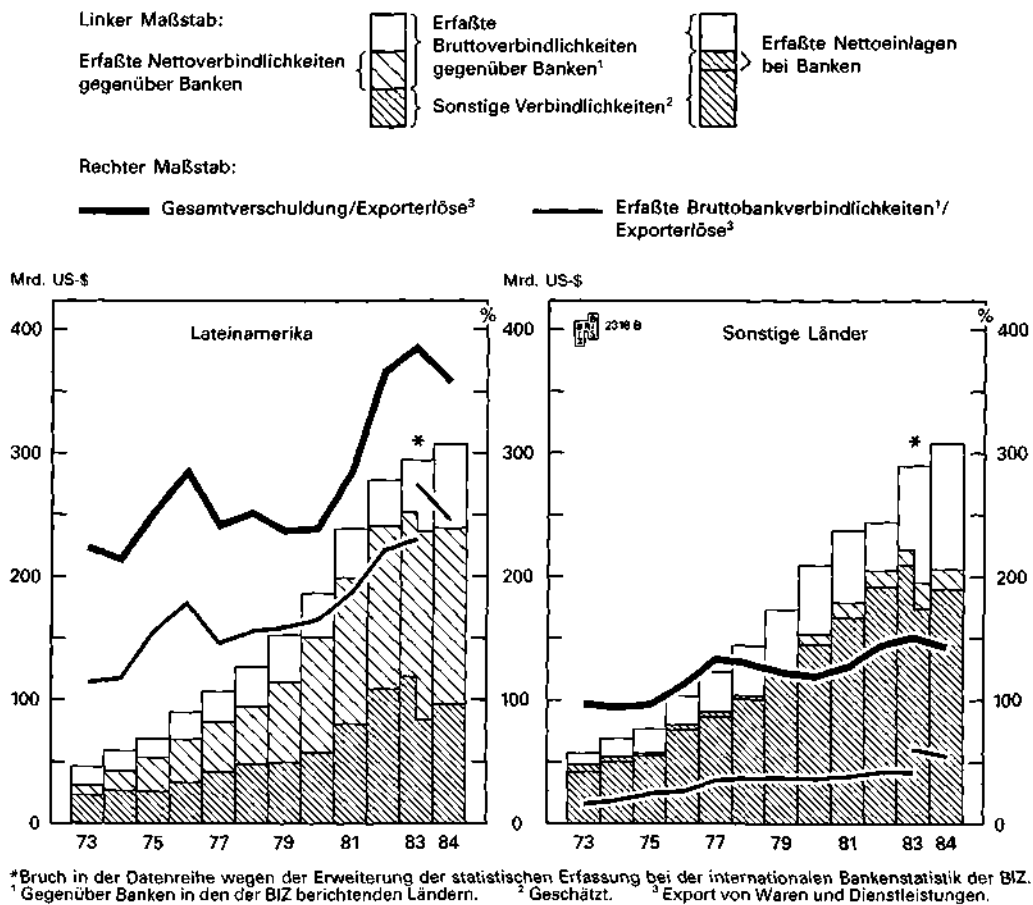


am allgemeinen Exportaufschwung teilzuhaben, und mußten, um ihre internationale Zahlungsfähigkeit zu verbessern, in erster Linie ihre Importbeschränkungen beibehalten. Internationale Bankkredite haben hier jedoch nicht eine so große Rolle gespielt wie in Lateinamerika, so daß das Engagement der Banken gegenüber den afrikanischen Staaten (ohne OPEC-Länder) im allgemeinen nicht besonders hoch ist.

Die osteuropäischen Länder verbesserten ihre Leistungsbilanzen weiter und verringerten ihre Nettoverschuldung gegenüber den Banken im dritten Jahr. Infolgedessen erhielten die meisten dieser Länder – die Ausnahme war Polen – wieder freien Zugang zu den Kreditmärkten der westlichen Welt oder sind dabei, ihn wieder zu erlangen.

Ein zweiter, wenn auch mit den genannten Entwicklungen sicherlich zusammenhängender Faktor, der im vergangenen Jahr zur Entschärfung der internationalen Schuldenprobleme beitrug, war die flexible Haltung der Gläubigerbanken selbst. Indem sie erkannten, daß es trotz der von den Schuldnerländern erreichten ein-

# Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1973–84



drucksvollen Zahlungsbilanzverbesserungen bis zur Wiederherstellung normaler Marktverhältnisse Jahre brauchen würde, gingen sie zunehmend von ein- oder zweijährigen Umschuldungsabkommen zu die Fälligkeiten mehrerer Jahre einbeziehenden Vereinbarungen über. Im September 1984 schloß der Lenkungsausschuß der Gläubigerbanken Mexikos mit diesem Land ein Abkommen, demzufolge von den ursprünglich in den Jahren 1982–90 fällig werdenden Verbindlichkeiten des öffentlichen Sektors \$ 48,7 Mrd. auf einen Zeitraum von vierzehn Jahren – ohne Abschlußgebühr und Provision – umgeschuldet und der Aufschlag über LIBOR auf 1¼% verringert wurde. Ein erster Teil dieses Programms in Höhe von \$ 28,6 Mrd. wurde schließlich von allen Gläubigerbanken im März 1985 im Anschluß an ein Abkommen zwischen Mexiko und dem IWF über ein neues Paket wirtschaftspolitischer Maßnahmen ratifiziert. Die Vereinbarungen zwischen Mexiko und den Geschäftsbanken stellten hinsichtlich der Behandlung der Schuldenprobleme einen echten Durchbruch dar, da sie klar den Willen der Banken dokumentierten, grundlegende Anpassungsfortschritte mit wesentlich verbesserten Konditionen für den

zukünftigen Schuldendienst zu honorieren. Im Dezember 1984 einigten sich Argentinien und der Lenkungsausschuß seiner Gläubigerbanken auf den Vorschlag, \$ 16 Mrd. der Schulden dieses Landes auf zwölf Jahre mit einem Aufschlag über LIBOR von 1½% umzuschulden und dem Land neue Mittel in Höhe von \$ 4,2 Mrd. bereitzustellen. Für Brasilien sah ein im Februar 1985 mit dem Lenkungsausschuß der Gläubigerbanken geschlossenes provisorisches Abkommen die Umschuldung eines Betrags von \$ 45,3 Mrd. der Schulden dieses Landes über sechzehn Jahre bei einem Aufschlag über LIBOR von 1½% vor. Noch ist freilich nicht mit der Durchführung dieser Abkommen begonnen worden.

Mit einer Anzahl anderer Länder inner- und außerhalb Lateinamerikas wie Polen und den Philippinen wurden ähnliche Umschuldungsprogramme vereinbart. Bei den Entwicklungsländern Lateinamerikas (ohne OPEC-Länder) machten die einbezogenen Fälligkeiten mehr als die Hälfte der Ende des Jahres 1984 insgesamt bestehenden Bankschulden aus. Neben der Streckung der Fristen schlossen die Abkommen stets eine bedeutende Verringerung der von den Banken in Rechnung gestellten Zinsaufschläge mit ein. Ferner wurden oftmals parallele Verhandlungen über die Umschuldung der gegenüber ausländischen Regierungen bestehenden Schulden im Rahmen des Pariser Klubs und/oder über die Bereitstellung neuer Mittel durch den IWF geführt.

Mit der Verringerung der Schuldendienstlast auf ein tragbareres Maß wird nicht nur den Ländern mit problematischer Verschuldung die dringend erforderliche Entlastung zuteil, sondern auch die Gläubigerbanken selbst dürften daraus Nutzen ziehen. Denn zum einen dürften diese Programme die Schuldnerländer wieder vermehrt in die Lage versetzen, ihren vertraglichen (neu ausgehandelten) Verpflichtungen gegenüber den Banken nachzukommen, womit der gegenwärtige Bilanzstatus der gegenüber diesen Ländern bestehenden Bankforderungen gewahrt bleibt, da deren effektiv langfristige Natur anerkannt wird. Zum anderen könnten sie die Rückkehr zu normaleren Marktverhältnissen dadurch erleichtern, daß sie häufige Umschuldungsverhandlungen unnötig machen und verhindern, daß es zu negativen Einflüssen auf das Marktklima kommt.

Eine weitere Entwicklung, die die Gläubigerbanken erheblich weniger verwundbar machte, war die anhaltende Stärkung ihrer Bilanzen von innen heraus. Günstige Gewinnergebnisse erlaubten es den Banken, ihre Reserven und Rücklagen für Forderungsausfälle weiter aufzubauen. Ferner zogen sie, wie weiter oben in diesem Kapitel beschrieben, Nutzen aus den auf den internationalen Anleihemärkten herrschenden günstigen Bedingungen, indem sie Wertpapiere emittierten, mit denen sie ihre Kapitalbasis stärkten und ihre Abhängigkeit von der Zwischenbankfinanzierung verringerten, und indem sie die Qualität ihres internationalen Portefeuilles, das durch das effektive Einfrieren vieler ihrer Forderungen gegenüber Entwicklungsländern beeinträchtigt war, durch den Kauf von variabel verzinslichen Notes erstklassiger Kreditnehmer verbesserten.

Eine Konzession, auf der nichtamerikanische Banken bei den Umschuldungsverhandlungen häufig bestanden, war die Option, ihre auf Dollar lautenden Forderungen auf ihre Heimatwährung umstellen zu können. Der Vorteil für die Banken besteht darin, daß sie dann die Refinanzierung ihrer Problemkredite vom internationalen

Dollarmarkt zum heimischen Markt verlagern können. Den Schuldnerländern erwachsen aus der Umstellung der Denominierung eines Teils ihrer Verbindlichkeiten auf Währungen wie D-Mark, Yen oder Schweizer Franken in der gegenwärtigen Situation beträchtliche Zinsvorteile. Andererseits gehen sie das Risiko ein, daß sich ihre Schuldenlast im Falle einer Umkehr des Dollarkurses erhöht, was auf kurze Sicht weitaus schwerer wiegen könnte als die Zinsvorteile. Darüber hinaus würde eine Verlagerung der Refinanzierung nichtamerikanischer Banken vom Dollar- zum Inlandsmarkt tendenziell dem Dollar an den Devisenmärkten Auftrieb verleihen.

Trotz der im vergangenen Jahr erzielten Fortschritte bleibt die internationale Schuldensituation aus einer Reihe von Gründen weiterhin ernst und verlangt die volle Aufmerksamkeit und Zusammenarbeit aller beteiligten Seiten.

Erstens sind die mehrjährigen Umschuldungsabkommen in den meisten Fällen noch nicht von allen betroffenen Gläubigerbanken ratifiziert und in Kraft gesetzt worden. Für diese Verzögerung sind teilweise die Komplexität der Verträge und die große Anzahl der beteiligten Banken verantwortlich. Zusätzlich haben sich in einigen Ländern aber auch wirtschaftliche und politische Schwierigkeiten ergeben, so daß die mit dem IWF vereinbarten wirtschaftspolitischen Auflagen nicht erfüllt und die Gespräche mit den Geschäftsbanken bis zur Einigung über ein neues IWF-Programm ausgesetzt worden sind. Das war namentlich bei Brasilien und Argentinien der Fall.

Zweitens setzten sich – außer bei den Wechselkursen und im Außenhandelsbereich – die wirtschaftspolitischen Anpassungsmaßnahmen nur langsam durch. Die Anstrengungen, die Budgetdefizite zu verringern, gingen in den meisten Fällen nicht weit genug, auch wenn sie im Vergleich zu den von einigen Industrieländern auf diesem Gebiet erzielten Erfolgen eindrucksvoll waren, und im Kampf gegen die Inflation sind nur geringe oder keine Fortschritte gemacht worden. So beschleunigte sich im vergangenen Jahr der Preisauftrieb in Argentinien und Brasilien, und in Mexiko, wo die Inflationsrate von 100 auf 65% gedrückt werden konnte, blieb die Verbesserung hinter dem zuvor mit dem Fonds vereinbarten Ziel zurück. Diese unsicheren finanziellen Bedingungen trugen mit dazu bei, daß die dringend erforderliche Wiederbelebung der inländischen Investitionstätigkeit weitgehend ausblieb. Gemessen am Sozialprodukt gab es entweder nur eine geringfügige Zunahme, wie in Brasilien und Mexiko, oder sogar einen Rückgang wie im Falle Argentiniens.

Drittens muß der begrenzte Anpassungserfolg an der binnenwirtschaftlichen Front vor dem Hintergrund der massiven Umkehr der Mittelflüsse gesehen werden, welche die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer seit nahezu drei Jahren erleben. 1984 gingen – erstmals seit dem Ölschock von 1973 – die Nettoforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern Lateinamerikas trotz der im Rahmen der Umschuldungsprogramme gewährten Neukredite zurück, und zwar um nahezu \$ 8 Mrd. Hinzu kommt, daß die Zinszahlungen (abzüglich der Zinseinkünfte aus offiziellen Devisenreserven), die diese Länder auf ihre Bruttoauslandsverbindlichkeiten leisteten, schätzungsweise fast \$ 30 Mrd. erreichten. Nun sollten Zinszahlungen theoretisch aus den Erträgen der mit ausländischem Kapital finanzierten früheren Investitionen bestritten und daher nicht als



zusätzliche Belastung der Schuldnerländer angesehen werden. Freilich wurden die meisten dieser Investitionen bei wesentlich niedrigeren als den derzeitigen Zinsen vorgenommen; einige von ihnen waren fehlgeleitet oder trugen aufgrund der weltwirtschaftlichen Entwicklung und handelspolitischer Maßnahmen seitens der Industrieländer keine Früchte; und schließlich wurde ein beträchtlicher Teil der früher aufgenommenen Kredite nicht zur Finanzierung eines größeren Investitionsvolumens, sondern zur Bezahlung der höheren Ölrechnung verwendet oder fand seine Entsprechung in illegalen Exporten privaten Kapitals, dessen Zinserträge üblicherweise im Ausland verbleiben.

Gegenläufige Kapitalströme der Art und des Umfangs, wie sie 1984 zu beobachten waren, sind sicherlich nicht aufrechtzuerhalten, und ein wie auch immer gearteter Nettokapitalimport in diese Länder muß so bald wie möglich in Gang kommen, um die Zinszahlungen teilweise auszugleichen. Das Zusammentreffen gedrückter Rohstoffpreise mit relativ hohen Zinsen lastet weiterhin schwer auf den mit Schuldenproblemen kämpfenden Ländern. Es ist daher von größter Bedeutung, daß die Banken – nicht zuletzt in ihrem eigenen Interesse – weiterhin Geduld und Flexibilität zeigen und der vielleicht allzu natürlichen Neigung widerstehen, sich vollkommen von der Kreditvergabe an bestimmte Gruppen von Schuldnerländern zurückzuziehen.

Aber selbst bei einer Rückkehr zu normalen Marktbedingungen dürften Bonitätserwägungen dazu führen, daß sich die zukünftige Kreditvergabe an diese Länder im großen und ganzen im Rahmen des allgemeinen Bilanzwachstums der Banken hält. Inwieweit andere Formen der Mittelaufnahme den Bankkredit ablösen können, ist von der Fähigkeit der Schuldnerländer abhängig, Vertrauen und stabile inländische Finanzbedingungen wiederherzustellen. Überzeugende Fortschritte auf diesen Gebieten würden dazu beitragen, mehr ausländische Kapitalbeteiligungen anzuziehen und den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zu öffnen. Ferner würden dadurch auch die Anreize zu weiterer Kapitalflucht verringert, und es könnte sogar zur Rückführung eines Teils dieser Mittel kommen, wenngleich es für die Schuldnerländer in den vergangenen Jahren schwierig war, der Kombination aus ungewöhnlich hohen Realzinsen und starkem Dollar etwas Gleichwertiges gegenüberzustellen.

Schließlich kommt noch hinzu, daß eine marktorientierte Lösung des internationalen Schuldenproblems, wie die Ereignisse des Jahres 1984 wieder einmal verdeutlicht haben, ein günstiges Wirtschaftsklima in den Industriestaaten selbst voraussetzt. Wenn die Industrieländer dem Wachstum der Exportmärkte der Schuldnerländer nicht dadurch genügend Raum geben, daß sie ihre Märkte offen halten und ein angemessenes Wirtschaftswachstum aufrechterhalten, ist es recht fraglich, ob diese Länder ihren Schuldendienstverpflichtungen ohne jenes Maß an binnenwirtschaftlicher Restriktion nachkommen können, das längerfristig nachteilige Folgen für ihr Wirtschaftswachstum und ihre politische und wirtschaftliche Stabilität nach sich zieht. Die Tatsache, daß die Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität in den USA zu Beginn dieses Jahres umgehend ihren Niederschlag in einer deutlichen Abschwächung der Exporte einiger der am höchsten verschuldeten Länder fand, unterstreicht die latente Störanfälligkeit der internationalen Verschuldungssituation

und das Ausmaß der gegenseitigen Abhängigkeit, das die Weltwirtschaft erreicht hat. Auch eine nur vorübergehende Wachstumsabschwächung in den Industrieländern könnte wohl nur dann ohne eine erneute Verschlechterung der internationalen Schuldenlage bewältigt werden, wenn sie mit einer weiteren Verringerung der Dollarzinsen einherginge.

Abgesehen von der Verantwortlichkeit der Industriestaaten für ein günstiges weltwirtschaftliches Klima und das Offenhalten ihrer Märkte für die Exporte der Entwicklungsländer, besteht ein anhaltender Bedarf an direkter Hilfe und Unterstützung durch Regierungen und internationale Organisationen. Dies gilt beispielsweise insbesondere für die kleineren Länder in Afrika, für die nur geringe Hoffnung besteht, daß die Marktkräfte allein die erforderliche Verbesserung herbeiführen.

Um mit einer optimistischen Bemerkung zu schließen, sei festgestellt, daß nach den Erfolgen, die einige Hauptschuldnerländer bei der Verbesserung ihrer Zahlungsbilanzsituation erzielt haben, die für diese Ländergruppe erforderlichen weiteren Anpassungen und marktnäheren wirtschaftspolitischen Maßnahmen unter dem Aspekt des längerfristigen wirtschaftlichen Wachstumspotentials im Interesse dieser Länder selbst liegen. Ähnliches gilt für die Industrieländer, wo binnenwirtschaftliche Maßnahmen zur Anregung privater Investitionen, zum Abbau von Rigiditäten und zur Senkung der unerträglich hohen Arbeitslosigkeit ebenfalls ein günstiges Wirtschaftsklima für die Entwicklungsländer hervorbringen würden. Mit anderen Worten: Es gibt kaum Reibungspunkte zwischen den zur Verbesserung der internationalen Verschuldungslage in den Schuldner- und Gläubigerländern jeweils erforderlichen Maßnahmen.

## VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGS-LAGE

### Schwerpunkte

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit drei Bereichen des internationalen Währungsgeschehens: Devisenmärkte, Gold und internationale Liquidität; sie alle wurden durch die Entwicklung der US-Zahlungsbilanz, die in Kapitel V dargestellt worden ist, stark beeinflusst.

Die Devisenmärkte waren im Berichtszeitraum durch zwei herausragende Ereignisse gekennzeichnet. Erstens durch eine weitere, beträchtliche Aufwärtsbewegung des mit den Handelsströmen gewogenen Dollarkurses um über 20% im Jahre 1984 und während der ersten zwei Monate von 1985. Die Dynamik dieses Kursanstiegs beruhte auf wachsenden autonomen Kapitalzuflüssen in die USA, dies ungeachtet des Rekorddefizits in der US-Leistungsbilanz und eines Abflachens des den Dollar begünstigenden Zinsgefälles. Zweitens ist hier der plötzliche Stimmungsumschwung am Markt gegenüber dem Dollar anzuführen, zu dem es im März 1985 im Anschluß an die seit Jahren umfangreichste koordinierte Devisenmarktintervention der Zentralbanken kam, welche die bis dahin deutlichste Umkehr der Aufwärtsbewegung des Dollars auslöste; zwar hat der Dollar seit Mitte April wieder einen Teil der erlittenen Einbußen wettmachen können, doch blieb die Stimmung am Markt unsicher, und die täglichen Kursausschläge sind ungewöhnlich kräftig gewesen. Neben der Untersuchung dieser und anderer Währungsentwicklungen im Jahre 1984 und während der ersten Monate von 1985 wird in diesem Kapitel die Dollarstärke auch in einem längerfristigen Zusammenhang analysiert.

Auf dem Goldmarkt boten die in Dollar ausgedrückten Preise während der Berichtsperiode gewissermaßen ein Spiegelbild der Bewegungen des Dollars gegenüber anderen Währungen: Der Marktabschwächung im Jahre 1984 und Anfang 1985 ist seither eine leichte Erholung der Preise gefolgt. Ausgedrückt in anderen führenden Währungen war der Goldmarktpreis allerdings relativ stabil.

Was die Entwicklung der internationalen Liquidität betrifft, so gab es 1984 zwei Hauptentwicklungen. Einerseits nahm die als Gesamtheit der Nichtgoldreserven der Länder definierte offizielle internationale Liquidität geringfügig weiter zu, und einige der größten Schuldnerländer vermochten ihre Devisenreserven aufzustocken. Diese Zunahme der Reserven war jedoch recht bescheiden, wenn man sie mit den Mitteln vergleicht, die wegen des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits aus den USA in die übrige Welt abgeflossen sind. Hingegen führte das US-Defizit in den anderen Ländern zum Aufbau umfangreicher privater Dollaraktiva, die zumeist in liquider oder marktfähiger Form gehalten wurden. Ein Teil dieser privaten internationalen Liquidität könnte seinen Weg in die offiziellen Reserven finden, sollte das Vertrauen in den US-Dollar merklich nachlassen.

## Entwicklung der Wechselkurse

*Währungen mit frei schwankenden Kursen.* Das Geschehen an den Devisenmärkten stand während des Berichtszeitraums ganz im Zeichen des US-Dollars. Von Ende 1983 bis gegen Ende Februar 1985 stieg der gewogene Außenwert des Dollars um weitere 22%. Auf bilateraler Basis wertete er sich gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen in dieser Zeit zwischen 27 und 38% auf, während der Kursgewinn gegenüber dem Yen und dem kanadischen Dollar mit 13% weniger deutlich ausgeprägt war.

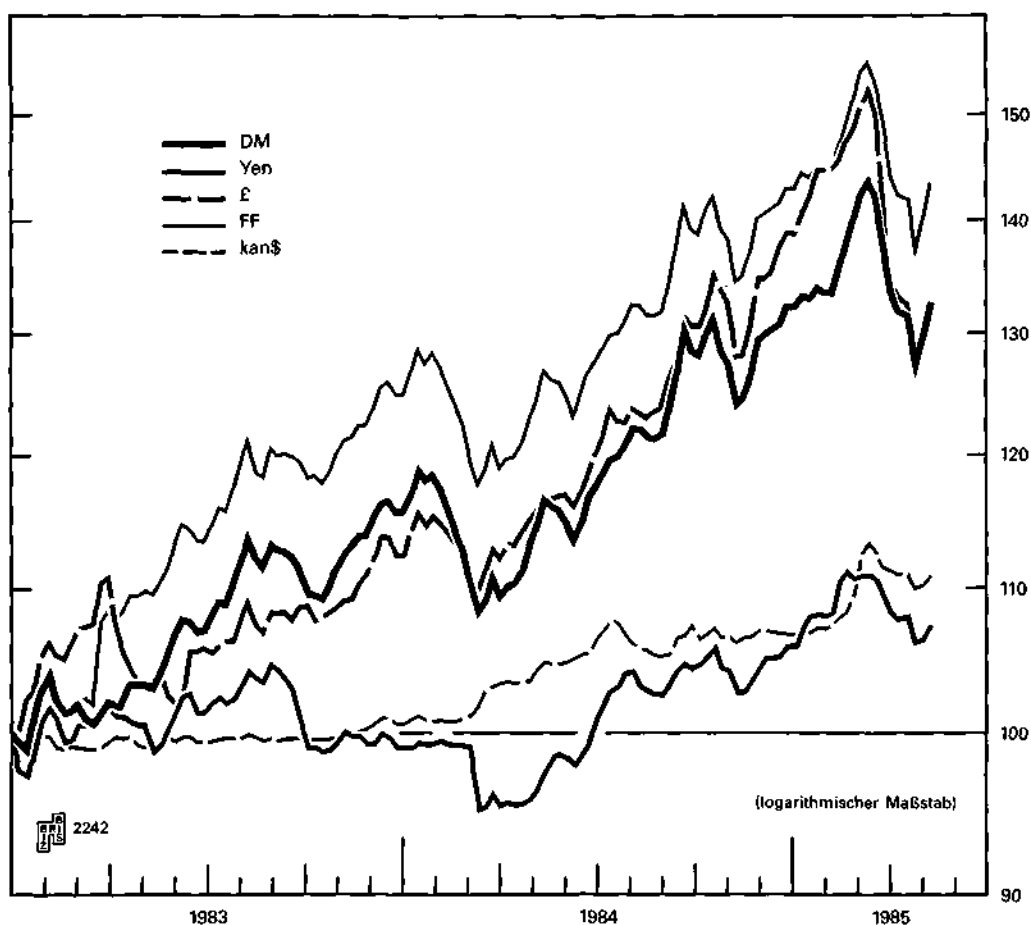
Der anhaltende Kursanstieg des Dollars war insofern bemerkenswert, als er sich vor dem Hintergrund von Entwicklungen vollzog, die zusammengenommen eine Schwächung der Position des Dollars hätten erwarten lassen können. Erstens weitete sich 1984 das Defizit in der US-Leistungsbilanz auf über \$ 100 Mrd. oder fast 3% des Bruttosozialprodukts aus. Zweitens verlangsamte sich das reale Wirtschaftswachstum in den USA nach dem Frühjahr 1984 deutlich, während gleichzeitig die wirtschaftliche Aktivität in den meisten anderen Industriestaaten etwas zunahm. Drittens gingen die Zinsen nach der Jahresmitte 1984 in den USA alles in allem deutlicher zurück als in jedem anderen größeren Industrieland (besonders am kurzen Ende des Marktes). Gleichwohl hielt der Zufluß internationalen Kapitals nach den USA an, und zwar, soweit sich dies statistisch feststellen läßt, sowohl über die Banken als auch durch Käufe von Dollarschuldverschreibungen. Diese Mittelzuflüsse übertrafen im Berichtszeitraum die handelsbezogenen Kapitalströme beträchtlich (und in zunehmendem Maße) und trugen dadurch selbst zu der weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA bei, indem sie den Dollar auf den Devisenmärkten nach oben trieben.

Die Berichtsperiode begann mit einer Phase vorübergehender Schwäche des US-Dollars im Januar 1984. Für diese Entwicklung gab es eine Reihe von Gründen: Zweifel an der Möglichkeit, das wachsende Leistungsbilanzdefizit zu den gegebenen Wechselkursen autonom zu finanzieren; Befürchtungen, daß das starke wirtschaftliche Wachstum zusammen mit anhaltenden Defiziten im US-Staatshaushalt früher oder später die Inflation in den USA wieder aufleben läßt; und – außerhalb der USA – vermehrte Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung in anderen wichtigen Industrieländern. Vor diesem Hintergrund wertete sich der Dollar zwischen Mitte Januar und Anfang März 1984 auf effektiver Basis um 6½% ab, obwohl sich die Dollarzinsen von Anfang Februar an erneut nach oben bewegten und sich folglich die Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen vergrößerte.

Im März wertete sich der Dollar jedoch wieder auf, und dieser Aufwärtstrend hielt – mit Ausnahme einer kurzen Periode in den letzten Maitagen und Anfang Juni – bis gegen Ende September an. Der Anstieg der US-Zinsen setzte sich bis Anfang Juli fort; inzwischen hatte im April die Federal Reserve den Diskontsatz um ½ Prozentpunkt angehoben, um ihr anhaltendes Engagement bei der Bekämpfung der Inflation zu unterstreichen. Darüber hinaus deuteten die Wirtschaftsindikatoren in den USA auf eine stärker als erwartete Expansion hin, während in Frankreich, Deutschland und Großbritannien die Aussicht auf weitere wirtschaftliche Erholung durch Arbeitskonflikte im Frühjahr 1984 überschattet wurde. Zusätzlichen Auftrieb erhielt der Dollar durch die in den USA verfügte Aufhebung der Quellensteuer auf

# Schwankungen der bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten anderen Währungen 1983–85

Wochendurchschnitte, Indizes: Ende 1982 = 100



Zinseinkommen aus Schuldverschreibungen im Besitz von Gebietsfremden und Meldungen über die dortige Einführung neuer öffentlicher Verschuldungsinstrumente für ausländische Kapitalanleger sowie aufgrund der erwarteten Wiederwahl von Präsident Reagan.

Während der ersten drei Septemberwochen beschleunigte sich die Aufwärtsbewegung des Dollars trotz eines gewissen Rückgangs der US-Zinsen. Gegenüber der D-Mark gewann der Dollar nahezu 10% an Wert, wobei er am 11. September die Marke von DM 3 überschritt und am 21. September mit nahezu DM 3,18 den höchsten Wert seit elf Jahren erreichte.

Am 21. September verkaufte die Deutsche Bundesbank auf dem Devisenmarkt beträchtliche Dollarbeträge; auch andere Zentralbanken intervenierten Ende September und Anfang Oktober mehrmals. Daraufhin fiel der Dollarkurs sofort auf DM 3,02 zurück, und auch gegenüber den anderen Währungen schwächte sich die amerikanische Währung ab. Nach einer Periode unsteten Marktgeschehens, in

welcher der Dollar sich erratisch mal in die eine, mal in die andere Richtung bewegte, festigte sich die US-Währung Mitte Oktober wieder bis auf annähernd DM 3,15 und erreichte neue Höchststände gegenüber dem Yen und dem Pfund Sterling. Von da an bis Anfang November schwächte sich dann jedoch der Dollar deutlich ab. Inzwischen waren die Zinsen für dreimonatige Eurodollareinlagen von 12% Anfang September auf 9½% gefallen, wodurch sich die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Eurodollar- und Euro-DM-Anlagen von über 6½ auf unter 4 Prozentpunkte verringerte, während Anzeichen einer beträchtlichen Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in den USA Erwartungen auf ein weiteres Sinken der Dollarzinsen weckten. Insgesamt verlor der Dollar zwischen Ende September und Anfang November auf effektiver Basis nahezu 5% (gegenüber der D-Mark 8%, gegenüber dem Yen aber nur 3% an Wert).

Anfang November 1984 zeigte sich der Dollar erneut in guter Verfassung, die bis gegen Ende Februar 1985 anhielt. Während dieses Zeitraums erreichte er wiederholt neue Höchststände gegenüber allen anderen wichtigen Währungen, wobei sein effektiver Wechselkurs um über 14% stieg, während sich die Kursgewinne gegenüber der D-Mark, dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken auf 19, 21 bzw. 22% beliefen. Gegenüber dem Yen und dem kanadischen Dollar verbesserte er sich jedoch nur um 9 bzw. 7%. Die erneute Höherbewertung des Dollars erfolgte trotz des anhaltenden Rückgangs der kurzfristigen US-Zinsen – bei einem Rückgang der Zinsen für dreimonatige Eurodollareinlagen um weitere 1½ Prozentpunkte zwischen Anfang November 1984 und Ende Januar 1985 –, der Hand in Hand ging mit zwei Diskontsatzsenkungen der amerikanischen Zentralbank um je ½ Prozentpunkt am 21. November und am 24. Dezember. Die langfristigen US-Zinsen sanken hingegen sehr viel weniger als die kurzfristigen; so ging die Marktrendite für erstklassige Unternehmensobligationen zwischen Anfang September 1984 und Ende Januar 1985 um weniger als 1 Prozentpunkt zurück. Da sich die langfristigen Zinsen in den anderen wichtigen Ländern ebenfalls verringerten, wirkte die Zinsdifferenz am langen Ende des Marktes weiterhin stark zugunsten von Dollarinvestitionen. Darüber hinaus eröffnete die wachsende Differenz zwischen den kurz- und den langfristigen Dollarzinsen die Aussicht auf Kapitalgewinne bei Geldanlagen in langfristigen US-Schuldverschreibungen. Vor diesem Hintergrund nahmen die ausländischen Kapitalanlagen in US-Schuldverschreibungen im vierten Quartal 1984 beträchtlich zu.

Gegen Ende Januar 1985 kam die Aufwärtsbewegung des Dollars für kurze Zeit zum Stillstand. Während in den USA die kurzfristigen Zinsen weiter nachgaben, waren sie in einigen europäischen Staaten hauptsächlich als Reaktion auf Entwicklungen an den Devisenmärkten gestiegen. Die kurzfristigen Pfundzinsen erhöhten sich in der Zeit von Ende Dezember 1984 bis Ende Januar 1985 um 4½ Prozentpunkte. Dazu kam, daß die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Gruppe der Fünf am 17. Januar ihre Absicht bekräftigten, auch weiterhin, wenn notwendig, koordinierte Devisenmarktinterventionen durchzuführen, und dieser Ankündigung folgten kurz danach offizielle Dollarverkäufe am Markt.

Im Februar setzte der Dollar seinen Kursanstieg fort. Zu diesem Zeitpunkt begannen die US-Zinsen im Gefolge eines rascheren Geldmengenwachstums wieder

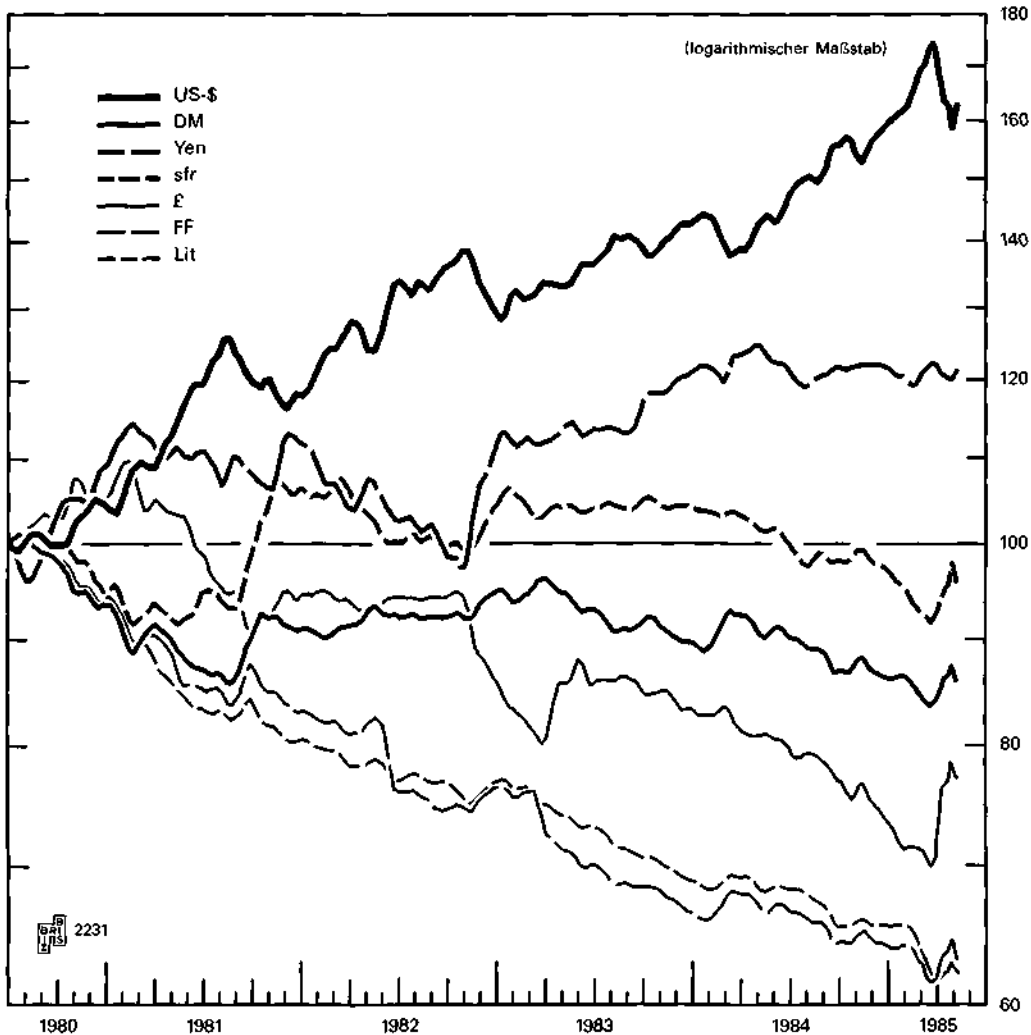
zu steigen, und diese bis Anfang März anhaltende Entwicklung vergrößerte erneut das Zinsgefälle zugunsten des Dollars. Die Stimmung am Markt wurde auch davon beeinflusst, daß Präsident Reagan allem Anschein nach energischere offizielle Interventionen gegen einen weiteren Kursanstieg der US-Währung ausschloß. In den letzten Februartagen erreichte die Dollareuphorie mit DM 3,47 für 1 Dollar eine neue Größenordnung. Die kumulative Aufwertung des Dollars seit Anfang März 1984 belief sich zu diesem Zeitpunkt gegenüber der D-Mark auf 37% und gegenüber dem Pfund Sterling, dem Schweizer Franken und dem Yen auf 41, 39 bzw. 18%.

Vor diesem Hintergrund kam es im Anschluß an eine Erklärung des Vorsitzenden des Federal Reserve Board, daß die Defizite im US-Bundeshaushalt und in der Leistungsbilanz letztlich zu einer Schwächung des Dollars führen und kräftige offizielle Interventionen auf den Devisenmärkten mitunter von Nutzen sein könnten, zu zwischen den Notenbanken abgestimmten Interventionen beträchtlichen Ausmaßes, wobei diesmal die US-Währungsbehörden aktiver mitwirkten als vormals. Am 27. Februar fiel der Dollar gegenüber der D-Mark um über 5% auf DM 3,27. Obwohl sich der Dollar während der folgenden Tage wieder etwas erholte, wurde bald offensichtlich, daß am Markt wieder Bewegungen in beide Richtungen möglich waren. Die Wechselkurse verzeichneten bei nervösen Märkten erratische Schwankungen; gegen Mitte März setzte dann eine steile Abwärtsbewegung des Dollars ein. Mitte April belief sich der Rückgang des effektiven Wechselkurses der US-Währung gegenüber dem Höchststand von Ende Februar auf 10½%; im gleichen Zeitraum wertete sich der Dollar gegenüber der D-Mark um 14% ab und unterschritt am 19. April die Marke von DM 3; gegenüber dem Yen betrug der Wertverlust nur 6%. Die stärksten Einbußen erlitt der Dollar mit 20% gegenüber dem Pfund Sterling, das von den nach wie vor sehr hohen kurzfristigen Zinsen und davon profitierte, daß für das Haushaltsjahr 1985/86 ein niedrigeres Budgetdefizit eingeplant wurde, als erwartet worden war. Wenn es auch die koordinierten offiziellen Interventionen waren, die auf den Devisenmärkten die Stimmung zuungunsten des Dollars hatten umschlagen lassen, so verstärkten sich doch deren Effekte noch durch einige regionale Bankprobleme in den USA sowie unter dem Eindruck eines dort sich offenbar verlangsamenden Wirtschaftswachstums im ersten Quartal und der davon beeinflussten Zinserwartungen. In der zweiten Aprilhälfte kam es dann zu einer technischen Reaktion, so daß der Dollar einen Teil seiner zuvor erlittenen Verluste wieder gutmachen konnte, doch blieb die Devisenmarktlage seither unsicher und ohne eine bestimmte Tendenz und war von ungewöhnlich großen täglichen Schwankungen gekennzeichnet.

Was die Entwicklung anderer wichtiger Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen im Berichtszeitraum betrifft, so erwies sich das Pfund Sterling angesichts seiner deutlichen Abschwächung bis Anfang 1985 und der darauffolgenden raschen Erholung als die sprunghafteste Währung. Zwischen Ende 1983 und den letzten Januartagen 1985 wertete es sich nicht nur gegenüber dem US-Dollar (um 23%) ab, sondern verlor auch gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert, z. B. um 11% gegenüber der D-Mark und um 16% gegenüber dem Yen. Dazu trug unter anderem bei, daß die Zahlungsbilanzperspektiven Großbritanniens durch die schwachen Weltmarktpreise für Öl und anhaltende Arbeitskonflikte getrübt

# Veränderung der effektiven Wechselkurse der Währungen ausgewählter Industrieländer 1980–85

Dreiwöchendurchschnitte, Indizes: Ende Juni 1980 = 100



wurden. Schließlich stellten sich gegen Ende des Jahres 1984 Zweifel an der Richtigkeit des finanz- und geldpolitischen Kurses ein. Um das Vertrauen wiederherzustellen und den Abwertungsdruck zu mildern, erhöhten die Clearing-Banken im Januar 1985 den Eckzins für Ausleihungen in mehreren Stufen von 9½ auf 14%. Gegen Ende dieses Monats begann das Pfund sich schrittweise gegenüber anderen europäischen Währungen zu erholen; die entscheidende Wende in der Kursentwicklung des Pfundes trat jedoch erst Anfang März am Ende des Höhenflugs des Dollars ein. Angesichts stabiler Erwartungen in bezug auf den Ölpreis und eines positiv aufgenommenen Budgets gewann die britische Währung nicht nur gegenüber den anderen europäischen Währungen weiter an Wert, sondern erholte sich auch kräftig gegenüber dem Dollar und dem Yen. Diese Entwicklungen spiegelten sich



im effektiven Wechselkurs des Pfundes wider, der sich – nach einem Wertverlust von fast 16% in der Zeit von Ende 1983 bis gegen Ende Januar 1985 – bis Mitte April wieder um 12½% erholte.

Am anderen Ende des Spektrums befinden sich der japanische Yen und der kanadische Dollar, die gegenüber dem US-Dollar die geringsten Abwertungen aufwiesen und weniger stark schwankten als die meisten anderen wichtigen Währungen. Die relative Stabilität des Yen läßt sich durch den Hinweis veranschaulichen, daß sein gewogener Außenwert seit Ende 1983 nur innerhalb einer Bandbreite von 6% schwankte, da Veränderungen seines bilateralen Wechselkurses gegenüber dem Dollar größtenteils durch jene gegenüber den anderen Währungen ausgeglichen wurden. Diese Stabilität fand ihre Stütze in günstigen fundamentalen Wirtschaftsbedingungen im Inland – namentlich im hohen Leistungsbilanzüberschuß, in stabilen Preisen und einem schnelleren Wirtschaftswachstum – ebenso wie in dem offensichtlichen Widerstand der Bank von Japan gegen ein Sinken der Inlandszinsen aus Wechselkursgründen. Nichtsdestoweniger bot die Kursentwicklung des Yen seit dem Frühjahr 1984 ein weniger eindrucksvolles Bild als in den vorangegangenen eineinhalb Jahren, als er nicht nur gegenüber den europäischen Währungen beträchtlich an Wert gewonnen hatte – z. B. über 30% gegenüber der D-Mark –, sondern sich sogar gegenüber dem Dollar festigte. Dieses schlechtere Abschneiden des Yen war vor allem darauf zurückzuführen, daß die Nichtbanken 1984 wesentlich mehr Kapital für in erster Linie langfristige Portfolioinvestitionen aus Japan abzogen. In diesem Zusammenhang sei angemerkt, daß das im Mai 1984 zwischen den Behörden der USA und Japans vereinbarte umfassende Maßnahmenpaket zur Deregulierung der japanischen Finanzmärkte als wichtigstes Ziel die Stärkung des Yen insbesondere gegenüber dem US-Dollar postulierte; inwieweit dies gelingen wird, bleibt abzuwarten.

Die relative Stabilität des Wechselkurses des kanadischen Dollars war nicht so sehr das Ergebnis des Wirkens spontaner Marktkräfte als das der Politik. Infolge der besonders engen Handels- und Finanzbeziehungen Kanadas mit den USA ist die kanadische Wirtschaft viel mehr als jene anderer Länder den von einem starken Dollar ausgehenden Einflüssen ausgesetzt, so namentlich Preissteigerungstendenzen und Auswirkungen auf die Ressourcenallokation zwischen seiner Exportindustrie und anderen Industriezweigen. Die kanadischen Behörden hielten daher die Abwertung des kanadischen Dollars gegenüber der US-Währung dadurch in Grenzen, daß sie die Zinsen – trotz hoher Arbeitslosigkeit im Inland und einer in der Folge ausgeprägten Verteuerung des kanadischen Dollars gegenüber wichtigen europäischen Währungen – über dem US-Niveau hielten.

*Zunehmende Kursausschläge des Dollars.* Eines der hervorstechenden Merkmale der Entwicklung auf den Devisenmärkten waren ab September 1984 die bisweilen starken kurzfristigen Schwankungen des Dollarkurses. Für die folgende Tabelle ist die tägliche Variabilität der Wechselkurse auf zweifache Weise gemessen worden: Zum einen ist für jeden Monat seit August 1984 die Zahl der Tage angegeben, an denen sich der Kurs um mehr als 1% veränderte; zum anderen wurde die Standardabweichung für die Differenz zwischen den tatsächlichen täglichen Wechselkursbewegungen und der durchschnittlichen Veränderung berechnet. Die Kurs-

Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkurse\*

Zeitraum	D-Mark	Yen	Pfund Sterling
	Monatswerte		
1982 (Durchschnitte) .....	3 (0,66)	4½ (0,76)	2 (0,59)
1983 (Durchschnitte) .....	2 (0,55)	1 (0,52)	1½ (0,53)
1984 Januar—Juli (Durchschnitte) .....	3 (0,66)	1 (0,42)	2 (0,55)
August .....	3 (0,71)	— (0,50)	2 (0,60)
September .....	7 (1,41)	— (0,43)	7 (1,19)
Oktober .....	4 (0,74)	1 (0,40)	4 (0,70)
November .....	3 (0,84)	— (0,41)	2 (0,83)
Dezember .....	— (0,51)	— (0,30)	1 (0,49)
1985 Januar .....	1 (0,48)	— (0,31)	5 (0,71)
Februar .....	3 (1,21)	4 (0,70)	6 (1,09)
März .....	7 (1,07)	2 (0,54)	8 (1,48)
April .....	11 (1,30)	3 (0,67)	14 (1,53)
Mai (1.–15.) .....	6 (1,39)	— (0,45)	1 (0,92)

\* Die Variabilität wird gemessen anhand der Anzahl von Tagen, an denen die Veränderungen des Wechselkurses mehr als 1% betragen. Die Zahlen in Klammern geben die Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderungen des Wechselkurses an.

bewegungen von Tag zu Tag, auf denen die Tabelle basiert, beziehen sich auf die jeweils mittags festgestellten Kurse. Da es innerhalb eines solchen Zeitraums von 24 Stunden auch zu stärkeren Kursausschlägen kommen kann, wird das Ausmaß der Kursveränderungen in der Tabelle eher zu niedrig ausgewiesen.

Die Tabelle läßt zwei Zeiträume erkennen, in denen es zu ungewöhnlich großen täglichen Kursausschlägen des US-Dollars gekommen ist. Das war im September und Oktober vorigen Jahres und dann wieder ab Ende Februar dieses Jahres der Fall und dauerte zur Zeit der Abfassung dieses Berichts (Mitte Mai) noch an. Beide Zeiträume sind dadurch gekennzeichnet, daß es kurze Perioden einer sehr kräftigen Dollaraufwertung gab, denen offizielle Interventionen folgten, die dann eine Wende an den Devisenmärkten bewirkten. Der zweite dieser Zeiträume unterscheidet sich von dem ersten jedoch dadurch, daß sich die täglichen Kursausschläge nach dem Umschwung an den Devisenmärkten nicht zurückgebildet haben, sondern eher größer geworden sind und gegenüber der D-Mark und dem Pfund Sterling sogar außergewöhnliche Dimensionen erreicht haben. Im April dieses Jahres beispielsweise schwankte der DM-Kurs des Dollars an der Hälfte, der Pfundkurs des Dollars sogar an zwei Dritteln aller Werkstage um mehr als 1%. Die Tagesschwankungen des Dollar/Yen-Kurses wurden im Zeitraum Februar–April 1985 ebenfalls größer, aber nicht im gleichen Ausmaß wie im Falle von D-Mark und Pfund Sterling. In der ersten Maihälfte blieb der Dollar/DM-Kurs sehr unbeständig; die täglichen Ausschläge des Dollar/Yen- und des Dollar/Sterling-Kurses schwächten sich hingegen ab.

Zu kurzfristig stark unbeständigen Wechselkursen kann es bei zwei verschiedenen Marktlagen kommen. Wenn die Marktteilnehmer in hohem Maße gleiche Erwartungen haben, wie dies in den ersten drei Septemberwochen vorigen Jahres und wieder im Februar 1985 der Fall war, kann es zu großen täglichen Kursausschlägen in eine bestimmte Richtung kommen. Die gegenteilige Situation, gekennzeichnet durch eine ausgesprochene Unsicherheit über die voraussichtliche künftige Wechselkursentwicklung, kann zu erheblichen täglichen Veränderungen der Kurse in diese

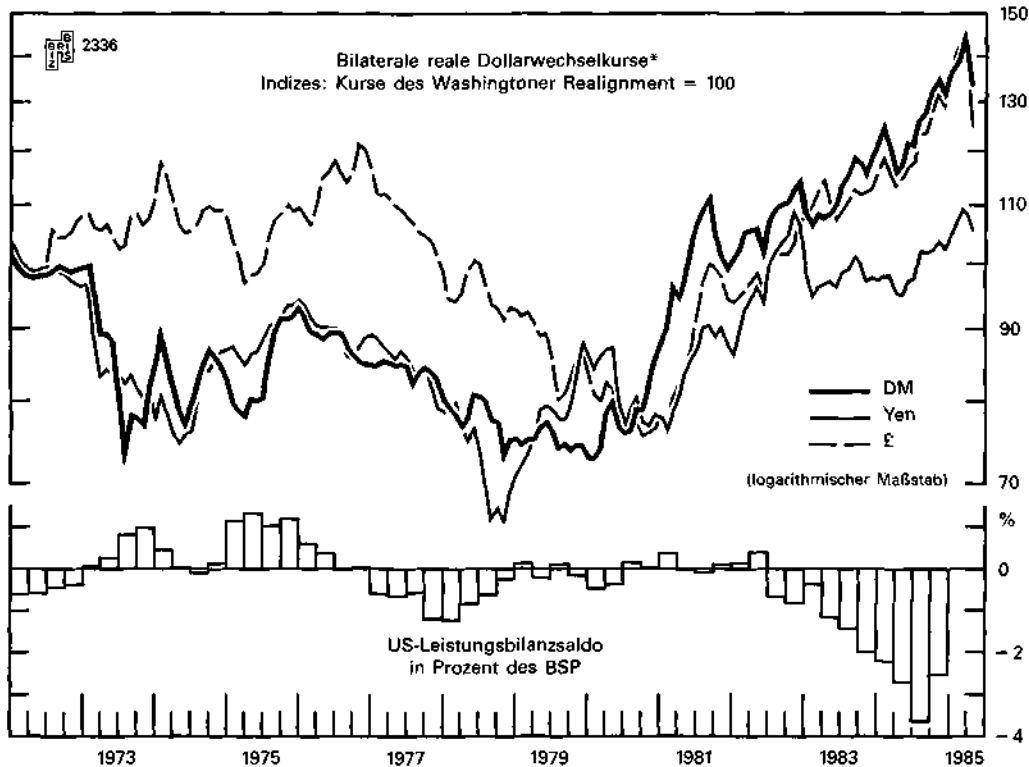
wie in jene Richtung führen. Diese zweite Situation war nach den offiziellen Interventionen gegen Ende September und Anfang Oktober 1984 und Ende Februar/Anfang März dieses Jahres gegeben. Während aber im ersten Fall der Kursanstieg des Dollars nur kurze Zeit zum Stillstand kam, waren die Auswirkungen im Frühjahr 1985 offensichtlich von längerer Dauer. Wahrscheinlich ist dies nicht nur darauf zurückzuführen, daß in größerem Umfang und unter erkennbarer Beteiligung der USA interveniert worden ist, sondern auch auf einige andere Faktoren, namentlich das langsame Wachstum der amerikanischen Wirtschaft in den ersten drei Monaten dieses Jahres. Da trotz des offensichtlichen Vertrauensverlustes des Dollars keine anderen Währungen an dessen Stelle getreten sind, fehlt dem Markt nunmehr die Orientierung. Insofern, als die offiziellen Interventionen dazu beigetragen haben, daß man sich vorsichtiger verhält und zögert, offene Positionen aufzubauen, mögen sie für die in jüngster Zeit zu beobachtenden stärkeren Kursausschläge verantwortlich sein. Freilich dürften große Kursschwankungen von Tag zu Tag, die den Wechselkurs im Schnitt kaum verändern, weniger schädlich sein als eine in einer Richtung verlaufende Entwicklung, die die Wechselkurse auf ein längerfristig nicht tragbares Niveau bringt.

*Die Kursentwicklung des Dollars im längerfristigen Zusammenhang.* Die Entwicklung des Dollaraußenwerts während des Jahres 1984 und Anfang 1985 war in der Tat bemerkenswert; im längerfristigen Zusammenhang gesehen ist sein kumulierter Anstieg schlichtweg als außergewöhnlich zu bezeichnen. Von seinem Tiefpunkt im Jahre 1978 bis Ende Februar 1985 ist sein nominaler effektiver Wechselkurs um 80% und sein bilateraler realer Wechselkurs (geschätzt auf der Basis der Veränderung der relativen Großhandelspreise von Endprodukten) gegenüber der D-Mark und dem Yen um 95 bzw. 65% gestiegen. Geht man noch weiter, nämlich bis zur Washingtoner Währungskonferenz zurück und nimmt die seinerzeitigen Höchstwerte zum Ausgangspunkt, so ergibt sich für den realen Wechselkurs des Dollars gegenüber der D-Mark und dem Pfund Sterling seit Dezember 1971 ein Anstieg um 40%; sogar gegenüber dem Yen wertete sich der Dollar im gleichen Zeitraum real um rund 10% auf.

Die Stärke des Dollars während der letzten Jahre ist angesichts der Zahlungsbilanzstruktur, die ihn bislang nach oben trug, um so bemerkenswerter. Als Anfang der achtziger Jahre die derzeitige Periode der Dollarstärke begann, wies die US-Leistungsbilanz nur einen geringfügigen Überschuß auf, und seit Anfang 1982 haben sich ihre Defizite fortlaufend vergrößert. Es gibt kein zweites Beispiel für das Phänomen, daß eine Währung bei sich ständig verschlechternder Leistungsbilanz – von wachsenden Kapitalzuflüssen getragen – immer stärker wird. In dieser Hinsicht steht die Dollarstärke der achtziger Jahre in scharfem Gegensatz zur festen Verfassung von D-Mark und Yen in den siebziger Jahren, die in substantiellen Leistungsbilanzüberschüssen ihre solide Grundlage hatte.

Eine so ungewöhnliche Entwicklung wie die des Dollars während der letzten Jahre hat einen intensiven Meinungsstreit über deren Ursachen ausgelöst. Was immer auch dahinter stehen mag: Das Anhalten beträchtlicher, wenn auch schwankender internationaler Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars ist sicherlich ein Teil der Erklärung. Es ist tatsächlich schwer vorstellbar, daß die Kapitalzuflüsse in die USA

Bilaterale reale Wechselkurse des Dollars und US-Leistungsbilanz 1972–85



\* Bereinigt auf der Basis von Veränderungen der relativen Großhandelspreise von Endprodukten.

während der vergangenen Jahre auch ohne dieses Zinsgefälle so groß gewesen wären, wie sie es schließlich waren. Zu behaupten, daß diese internationalen Zinsdifferenzen beim Anstieg des Dollars eine entscheidende Rolle gespielt haben, besagt jedoch nicht, daß zwischen derartigen Zinsunterschieden und Wechselkursbewegungen ein stabiler und vorhersehbarer Zusammenhang besteht. Es gibt eine Reihe von Gründen, warum dies nicht der Fall ist; sie alle können unter Bezugnahme auf vergangene Entwicklungen des Dollars veranschaulicht werden.

Erstens sind Zinseinkommen nur ein Element des vom Investor insgesamt einkalkulierten Ertrags aus Anlagen in Fremdwährung. Erwartete Gewinne (oder Verluste) aus Wechselkursbewegungen können manchmal von gleicher oder sogar größerer Bedeutung sein. Internationale Zinsdifferenzen werden daher nur dann solche Investitionen anregen, wenn Vertrauen in die gegebene Wechselkursstruktur besteht; gibt es darüber hinaus Erwartungen auf Wechselkursgewinne, kann ihr Einfluß noch größer werden. Günstige Zinsdifferenzen können eine Währung stärken, und diese Stärke kann wiederum Erwartungen auf eine weitere Aufwertung hervorrufen, wodurch der Einfluß des Zinsgefälles an Bedeutung gewinnt. Wahrscheinlich haben derartige Effekte zur kumulativen Stärkung des Dollars beigetragen.

Ein zweiter Grund dafür, daß zwischen internationalen Zinsdifferenzen und Wechselkursbewegungen keine festen Beziehungen bestehen, könnte darin zu sehen sein, daß die Märkte – trotz der Erfahrungen in jüngster Zeit – nach wie vor davon ausgehen, daß Wechselkursbewegungen längerfristig gesehen im großen und ganzen Inflationsunterschiede widerspiegeln. D.h., daß auf längere Sicht reale und nicht nominale Differenzen ausschlaggebend sind. Veränderungen des realen Zinsgefälles sind naturgemäß nur schwer zu identifizieren und können sich nicht nur aus der Bewegung der Nominalzinsen, sondern auch aus veränderten Inflationserwartungen ergeben. Es kann als wahrscheinlich angesehen werden, daß sich die Inflationserwartungen in den USA letztes Jahr infolge der anhaltend geringen Teuerung und maßvoller Lohnabschlüsse zurückgebildet haben, so daß ausländischen Anlegern das hohe Niveau der Dollarzinsen noch attraktiver erschien.

Eine dritte Komponente der vom Kapitalanleger einkalkulierten Rendite aus Fremdwährungsforderungen können Kapitalgewinne (oder -verluste) aus Zinsbewegungen sein. So kann z.B. ein allmählicher Rückgang der langfristigen Zinsen für einige Zeit das Interesse ausländischer Anleger an einer Währung in Erwartung eines Kapitalgewinns steigern, obwohl sich zur gleichen Zeit das die betreffende Währung begünstigende Zinsgefälle verringert. Die weitere Festigung des Dollars während der letzten Monate von 1984 und zu Beginn des Jahres 1985 scheint hierfür ein Beispiel zu sein.

Welche Auswirkungen günstige Zinsdifferenzen auch immer gehabt haben mögen, fest steht, daß auch andere Faktoren in den letzten Jahren zur Stärkung des Dollars beigetragen haben. Zur Zeit der lateinamerikanischen Schuldenkrise im Jahre 1982 war die umfangreiche Kapitalflucht in die USA einer dieser Faktoren; hingegen erhöhte sich die Anziehungskraft des Dollars für ausländische Investoren durch das seit Ende 1982 starke Wachstum der amerikanischen Wirtschaft, das von einer kraftvollen Belebung der inländischen Investitionen, verbesserten Unternehmensgewinnen sowie einer deutlich wahrnehmbaren Flexibilität auf den Arbeits- und Gütermärkten begleitet war.

Die gewaltigen Kapitalzuflüsse in die USA während der letzten Jahre haben sicherlich durch ihre Wechselkurseffekte und ihren Beitrag zum Entstehen eines umfangreichen Defizits in der US-Leistungsbilanz der übrigen Weltwirtschaft erhebliche Wachstumsimpulse vermittelt. Als sich die Industriestaaten 1982 in einer ernsten Rezession befanden und sich bei einigen Entwicklungsländern größere Probleme mit der Auslandsverschuldung ergaben, war nicht zu erkennen, wer anders als die USA – die größte Volkswirtschaft der Welt, die als wichtigstes Reserveland auch am ehesten in der Lage ist, Zahlungsbilanzdefizite in eigener Währung zu finanzieren – für ein Wiederaufleben des Wirtschaftswachstums hätte sorgen können. Anfang 1985 wurde jedoch offensichtlich, daß die Kapitalzuflüsse in die USA den Dollar in Höhen hoben, die nur schwer einen Zusammenhang mit den zugrundeliegenden „fundamentals“ erkennen ließen. Seit der Einführung flexibler Wechselkurse im Jahre 1973 war dies das spektakulärste, wenn auch bei weitem nicht einzige Beispiel dafür, daß die Bewegung einer Währung dann selbsttragend werden kann, wenn die Märkte dazu neigen, alle Arten wirtschaftlicher, finanzieller oder anderer Entwicklungen zu ihren Gunsten zu interpretieren. Unter derartigen Um-

ständen kann ein Wechselkurs auf unhaltbare Höhen klettern, bevor sich dann die grundlegenden Wirtschaftsbedingungen wieder Geltung verschaffen. Aber sogar für die USA gibt es Grenzen, die das Leistungsbilanzdefizit und die Verschlechterung der internationalen Investitionsposition nicht überschreiten können, ohne daß sich ein Vertrauensverlust für den Dollar einstellt.

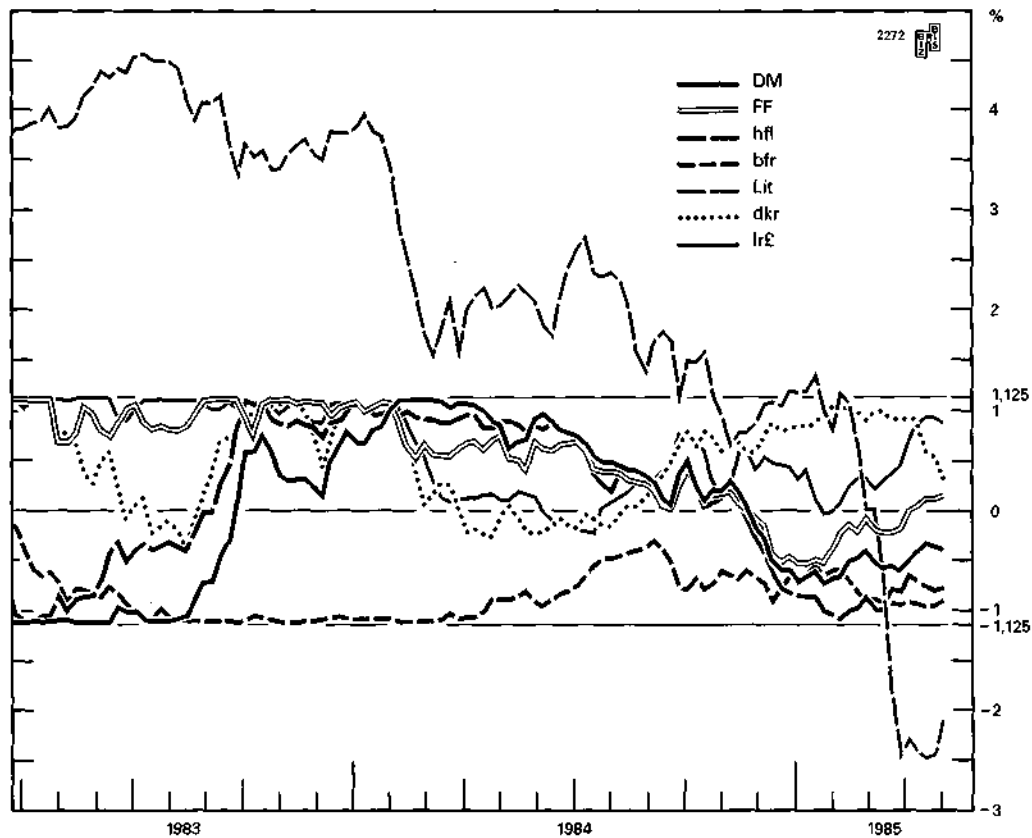
Weiter stellt sich die Frage, ob die am höchsten entwickelte Volkswirtschaft der Welt auf längere Sicht Nettoimporteur des in der übrigen Welt gebildeten Sparkapitals sein soll. Zusammenfassend kann daher nur festgestellt werden, daß der starke Dollar zwar der Weltwirtschaft bisher auf verschiedene Weise genützt hat, nun jedoch die Aufgabe besteht, zu einem für die USA und die übrige Welt tragbareren Zahlungsbilanz- und Wechselkursgefüge zurückzukehren, ohne die Errungenschaften der vergangenen zweieinhalb Jahre zunichte zu machen oder den Wirtschafts- und Finanzstrukturen der Welt größere Schäden zuzufügen.

*Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des EWS.* Im Gegensatz zu den Ereignissen am Dollardevisenmarkt verlief in der Berichtsperiode die Entwicklung im EWS-Wechselkursverbund in vergleichsweise ruhigen Bahnen. Im März 1985 waren zwei Jahre seit der letzten Neuordnung der Leitkurse der Partnerwährungen vergangen, was diese Zeitspanne zur bei weitem längsten mit nomineller Wechselkursstabilität im EWS seit dessen Ingangsetzung im März 1979 machte.

Zu Beginn des Jahres 1984, als sich der US-Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen vorübergehend abschwächte, kam es im System zu einigen Spannungen. Als sich die D-Mark gegenüber dem Dollar festigte, bewegte sie sich Anfang Februar 1984 auf ihren oberen Interventionspunkt innerhalb des Kursbandes von 2¼% zu, während der belgische Franc in der Nähe seines unteren Interventionspunktes blieb. Als dann jedoch etwa ab Mitte März 1984 der US-Dollar sich einmal mehr zu festigen begann, war dies der Anfang einer Periode deutlicher Konvergenz bei den Währungen der Partnerländer; dies führte dazu, daß Anfang September der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung im engen Band nur noch 0,6% betrug. Die D-Mark, der französische Franc und der holländische Gulden sanken in die Nähe ihrer Leitkurse, während sich der belgische Franc von seinem unteren Interventionspunkt zu lösen vermochte. Abgesehen von der italienischen Lira, die im oberen Teil ihres breiteren Bandes verweilte, blieb die D-Mark während dieser Periode die meiste Zeit über die stärkste Währung im System. Die Zentralbanken einiger anderer Partnerländer nutzten die Konvergenz der Wechselkurse und glichen frühere Reservenverluste durch den Erwerb von D-Mark mittels intramarginaler Interventionen wieder aus.

Als sich Anfang September die Aufwärtsbewegung des Dollars beschleunigte, übernahmen das irische Pfund und die dänische Krone von der D-Mark den Spitzenplatz im Kursband. Anfang November 1984 gewann der Dollar einmal mehr an Wert, und die D-Mark, der französische Franc und der holländische Gulden schwächten sich gegenüber den anderen Partnerwährungen zunächst ab und fielen in der Folge weit unter ihre Leitkurse zurück. Mitte Dezember übernahm dann der holländische Gulden vom belgischen Franc den Platz am unteren Ende des Kursbandes und vergrößerte Anfang Februar 1985 den Abstand zur dänischen Krone, die zu diesem Zeitpunkt die stärkste Währung im engen Kursband war,

Kassakurse innerhalb des Europäischen Währungssystems 1983–85  
Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



allmählich bis in die Nähe des Limits von 2¼%. Mit der Anhebung des Diskontsatzes um ½ Prozentpunkt durch die Niederländische Bank am 1. Februar gelang es dem Gulden, sich vom unteren Interventionspunkt zu lösen, so daß der belgische Franc Mitte März erneut zur schwächsten Währung des Systems wurde. Die D-Mark war während der ganzen vier Monate von Dezember 1984 bis März 1985 aufgrund des relativ niedrigen Nominalzinsniveaus in Deutschland nach dem holländischen Gulden und dem belgischen Franc die schwächste Währung im engen Kursband. Aus dieser Situation zogen einige Partnerländer den Vorteil, ihre Währungsreserven durch intramarginale Interventionen wieder aufzufüllen, wobei der größte Teil der Erlöse in D-Mark belassen wurde, während ein kleinerer Teil dem Erwerb von Nicht-EWS-Währungen (ohne Dollar) diente.

Die plötzliche Abwärtsbewegung des Dollars im März hatte nur geringen Einfluß auf die Kursentwicklung innerhalb des EWS, wobei die D-Mark in der unteren Hälfte des Kursbandes blieb. Einzig die italienische Lira verlor von Mitte Februar bis Ende März innerhalb ihres breiteren Kursbandes über 4 Prozentpunkte, erholte sich dann aber wieder etwas im April und Anfang Mai. Anhaltende Inflation und

die damit teilweise verbundene Verschlechterung der Zahlungsbilanz Italiens waren wohl die wichtigsten Gründe für die Abwärtsbewegung der Lira, die einen Teil der zuvor verlorenen Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt hat.

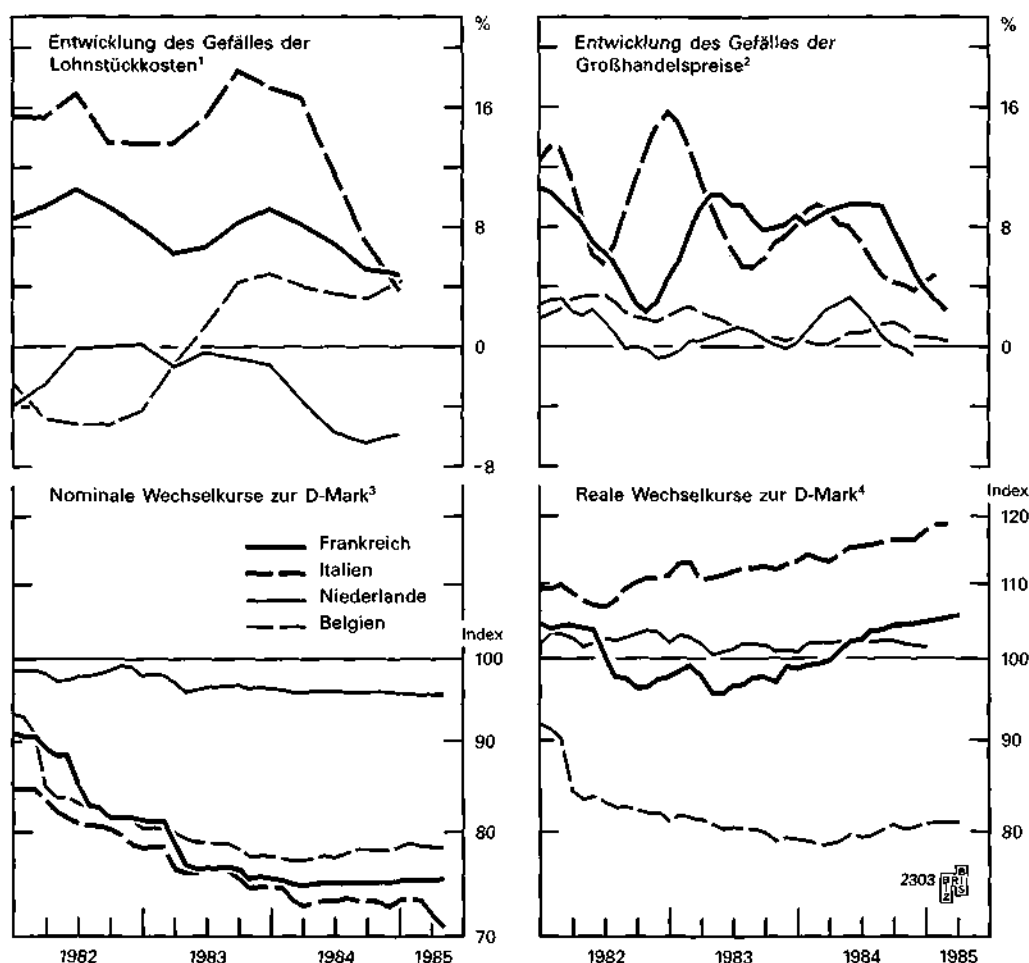
Unabhängig von diesen Wechselkursentwicklungen wurde während der Berichtsperiode die Währungszusammensetzung der ECU geändert und eine Anzahl von Maßnahmen eingeleitet, um die Verwendungsmöglichkeiten für ECU-Reserven zu erweitern und deren Attraktivität zu erhöhen. Am 17. September 1984 kam es im Anschluß an die erste, alle fünf Jahre vorgesehene Überprüfung der Zusammensetzung des ECU-Korbes zu einer Revision, die unter dem Gesichtspunkt durchgeführt wurde, die Gewichte der Korbwährungen so anzupassen, daß dadurch die – seit Anlaufen des EWS – aus den verschiedenen Leitkursneuordnungen entstandenen Veränderungen teilweise ausgeglichen werden. Die neue Gewichtung verringerte den Anteil der D-Mark von 36,9 auf 32,1%, den des holländischen Guldens von 11,3 auf 10,1% und den des Pfund Sterling von 15,1 auf 15%; das Gewicht der italienischen Lira erhöhte sich von 7,8 auf 10%, das des französischen Francs von 16,7 auf 19% und das des irischen Pfundes von 1 auf 1,2%; das Gewicht des belgischen Franc wurde nur geringfügig auf 8,6% erhöht, während das der dänischen Krone mit 2,7% unverändert blieb. Gleichzeitig wurde die griechische Drachme, obwohl sie nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnimmt, mit einem Gewicht von 1,3% in den Korb aufgenommen. Diese Veränderungen ließen sowohl die ECU-Leitkurse als auch die bilateralen Paritäten innerhalb des EWS unberührt.

Im März 1985 einigten sich die Zentralbankpräsidenten der EG-Länder grundsätzlich auf eine Reihe von Maßnahmen zur Ausweitung der internationalen Rolle der ECU. Erstens erhalten die EWS-Zentralbanken, um die Mobilisierung offizieller ECU-Bestände für Devisenmarktinterventionen zu erleichtern, die Möglichkeit, über den EFZW mit anderen Partnerzentralbanken ECU gegen Dollar oder Gemeinschaftswährungen vorübergehend zu tauschen, wenn sich dafür eine Notwendigkeit ergibt. Zweitens wird es Nicht-EG-Zentralbanken und bestimmten internationalen Währungsinstitutionen erlaubt sein, ECU zu halten. Drittens wird die Obergrenze für die Verwendung von ECU durch Partnerzentralbanken zur Tilgung von Verbindlichkeiten, die im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierungsfazilität gegenüber anderen Ländern mit ECU-Nettoschuldnerposition eingegangen worden sind, von 50 auf 100% erhöht. Schließlich wurde mit dem Ziel, die Attraktivität offizieller ECU-Guthaben zu erhöhen, beschlossen, die Grundlage für deren Verzinsung vom gewogenen Durchschnitt der Diskontsätze aller EG-Zentralbanken auf den höheren gewogenen Durchschnitt der Geldmarktzinssätze der Korbwährungen umzustellen.

Die langandauernde Periode nominaler Wechselkursstabilität innerhalb des EWS ist natürlich weitgehend auf die ziemlich beständige Stärke des Dollars gegenüber sämtlichen Verbundwährungen einschließlich der D-Mark zurückzuführen. Wenn es auch Perioden der Dollarschwäche gab, so waren diese doch relativ kurz. Die Stabilität wurde jedoch auch durch bestimmte Entwicklungen innerhalb des EWS-Währungsgebiets selbst begünstigt. Erstens setzte sich die Konvergenz in der Geldpolitik der EWS-Partnerländer fort. Im allgemeinen wurden die Zinsen in Ländern mit stärkerer Inflation hochgehalten, so daß ein deutlicher Zinsabstand zu den



# Indikatoren der Konvergenz und Divergenz innerhalb des EWS 1982–85



<sup>1</sup>Veränderung der Differenz von inländischen und deutschen Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe gegen Vorjahr in Prozent; gleitende Dreiquartalsdurchschnitte. <sup>2</sup>Inländische abzüglich deutsche Großhandelspreise von Endprodukten, berechnet als Jahresrate von Halbjahresveränderungen gleitender Dreimonatsdurchschnitte. <sup>3</sup>Indizes: März 1979 = 100 (logarithmischer Maßstab). <sup>4</sup>Auf der Basis der relativen Großhandelspreise von Endprodukten; Indizes: März 1979 = 100 (logarithmischer Maßstab).

Ländern mit niedriger Inflation aufrechterhalten wurde. Wo es – wie in Frankreich, Italien und Belgien – zu gewissen Anpassungen der hohen Zinsen nach unten kam, wurde behutsam vorgegangen, um nachteilige Auswirkungen auf die Wechselkurse zu vermeiden. Zweitens gab es eine weitere Annäherung der wirtschaftlichen Entwicklung in den Mitgliedstaaten. Da die Inflationsraten in Frankreich, Belgien, Italien, Dänemark und Irland weiterhin sanken, flachte sich das Preisgefälle gegenüber Deutschland und den Niederlanden ab. Darüber hinaus ging der Inflationsrückgang mit einer merklichen Abschwächung der Lohnzuwächse einher. Auch die wirtschaftliche Erholung kam 1984 in allen Partnerländern in Gang.

Da nicht zu erwarten war, daß Leitkursanpassungen unmittelbar bevorstanden, spielte das Gefälle der Nominalzinsen seit dem Frühjahr 1984 eine wichtige

Rolle für die Richtung, die die Kapitalströme zwischen den Partnerländern einschlugen. Daraus ergab sich, daß die Währungen der Partnerländer mit niedrigen Inflationsraten und mäßigen nominellen Zinsen gegenüber den Währungen der Länder mit hohen Inflationsraten und Zinssätzen zur Schwäche neigten. Dieses Verhaltensmuster der Wechselkurse, das aufgrund der unterschiedlichen Inflationsraten die Divergenz der realen Wechselkurse und der Wettbewerbspositionen verstärkt hat, ist jedoch nicht ohne Gefahren für die zukünftige Stabilität des Wechselkursverbunds. Zum einen kann es zu einer unwirtschaftlichen Faktorenallokation beitragen und die Entwicklung der Leistungsbilanz der Mitgliedstaaten in unerwünschter Weise beeinflussen. Sollte sich zudem das Vertrauen in die Beständigkeit der gegebenen Leitkursstruktur abschwächen, so besteht die Gefahr, daß sich die Kapitalströme umkehren und in die Länder mit niedrigen Inflationsraten und Zinssätzen zurückfließen, was schwerwiegende Wechselkursspannungen im System auslösen könnte. Ob sich im EWS einigermaßen stabile Verhältnisse aufrechterhalten lassen, wird demnach sowohl davon abhängen, ob der Zwang zur Disziplin, dem jene Länder mit hoher Inflation ausgesetzt sind, deren Währungen real aufgewertet werden, zu einer weiteren abwärtsgerichteten Konvergenz der Inflationsraten führt, als auch davon, was sich zukünftig auf dem Dollardevisenmarkt ereignet.

### **Goldgewinnung und Goldmarkt**

Insgesamt gesehen war der Goldmarkt während der Berichtsperiode durch anhaltende Schwäche gekennzeichnet; der Dollarpreis des Goldes erreichte im Februar 1985 sein tiefstes Niveau seit fünfeinhalb Jahren. Der wichtigste Grund dafür war, daß das Gold, dessen Hauptreiz in möglichen Wertsteigerungen liegt, aufgrund der anhaltend hohen Dollarzinsen und der weiteren Aufwertung des Dollars auf den Devisenmärkten nicht mit der von Dollarinvestitionen ausgehenden Attraktivität mithalten konnte.

Die weitere Abwärtsentwicklung des Goldmarktpreises in Dollar führte zu einer Zunahme der gewerblichen Verwendung von Gold, die dadurch ein Gegengewicht zu der sinkenden Nachfrage von seiten der Anleger bildete. In Dollar gerechnet fiel der Goldpreis in der Zeit von Ende 1983 bis Ende Februar 1985 um nahezu 26%, bevor er sich dann bis Mitte Mai 1985 wieder auf ein Niveau erholte, das immer noch etwa 16% unter dem Stand von Ende 1983 lag. Da ein beträchtlicher Teil der Abschwächung des Goldpreises in Dollar auf die ungewöhnliche Stärke des Dollars zurückzuführen war, veränderte sich der Marktpreis von Gold in anderen wichtigen Währungen wie etwa dem Schweizer Franken über den gesamten Berichtszeitraum gesehen nur geringfügig und war auch in wesentlich geringerem Maße Schwankungen unterworfen als auf Dollarbasis. Ein auffälliges Merkmal des vergangenen Jahres war zudem, daß der inländische Goldpreis in Südafrika, das 1984 einen Anteil von 60% an der Weltgoldproduktion hatte, im Verlauf des vergangenen Jahres infolge des schwachen Rands um 30% anstieg. Da dieser Preisanstieg die Inflationsrate Südafrikas bei weitem übertraf, war er in großem Maße realer Natur.

Der Aufwärtstrend der Weltgolderzeugung, der sich 1981 – nach dem ausgeprägten Produktionsrückgang der siebziger Jahre – wieder geltend gemacht hatte,

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1946	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984
	Tonnen							
Südafrika .....	371,0	371,4	1000,4	675,1	657,6	664,3	679,7	683,3
Kanada .....	88,5	126,1	74,9	50,6	52,0	64,7	73,5	81,3
USA .....	49,0	60,9	54,2	30,2	42,9	45,0	60,9	71,5
Brasilien .....	4,4	3,6	9,0	35,0	35,0	35,0	58,7	55,1
Australien .....	25,6	33,4	19,3	17,0	18,4	27,0	30,6	39,0
Philippinen .....	—	14,9	18,7	22,0	24,9	31,0	33,3	34,1
Kolumbien .....	13,6	13,6	6,3	17,0	17,7	15,9	17,9	21,3
Papua-Neuguinea .....	—	—	0,7	14,3	17,2	17,8	18,4	18,3
Chile .....	7,2	4,1	1,6	6,5	12,2	18,9	19,0	18,0
Zimbabwe .....	16,9	15,6	15,6	11,4	11,6	13,4	14,1	14,5
Ghana .....	18,2	22,7	22,0	10,8	13,0	13,0	11,8	11,6
Dominikanische Republik .....	—	—	—	11,5	12,8	11,8	10,8	10,8
Peru .....	4,9	4,4	3,3	5,0	7,2	6,9	9,9	10,5
Zaire .....	10,3	11,5	5,6	3,0	3,2	4,2	6,0	10,0
Mexiko .....	13,1	15,0	6,2	5,9	5,0	5,2	7,4	6,8
Zusammen .....	622,7	697,2	1237,8	915,3	930,7	974,1	1052,0	1086,1
Sonstige Länder .....	43,3	56,8	33,2	38,2	42,8	46,9	58,0	58,9
Weltgoldgewinnung (geschätzt)* .....	666,0	754,0	1271,0	953,5	973,5	1021,0	1110,0	1145,0

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

setzte sich letztes Jahr fort, wenn auch im Vergleich zum Vorjahr mit deutlich langsamerer Gangart. Schätzungen zufolge erhöhte sich die Weltgoldgewinnung (ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea) 1984 um 35 t oder 3,2% auf insgesamt 1 145 t. Sie übertraf damit den Tiefstand von 1980 um 20%, blieb jedoch noch immer um 10% unter dem Höchstwert von 1970.

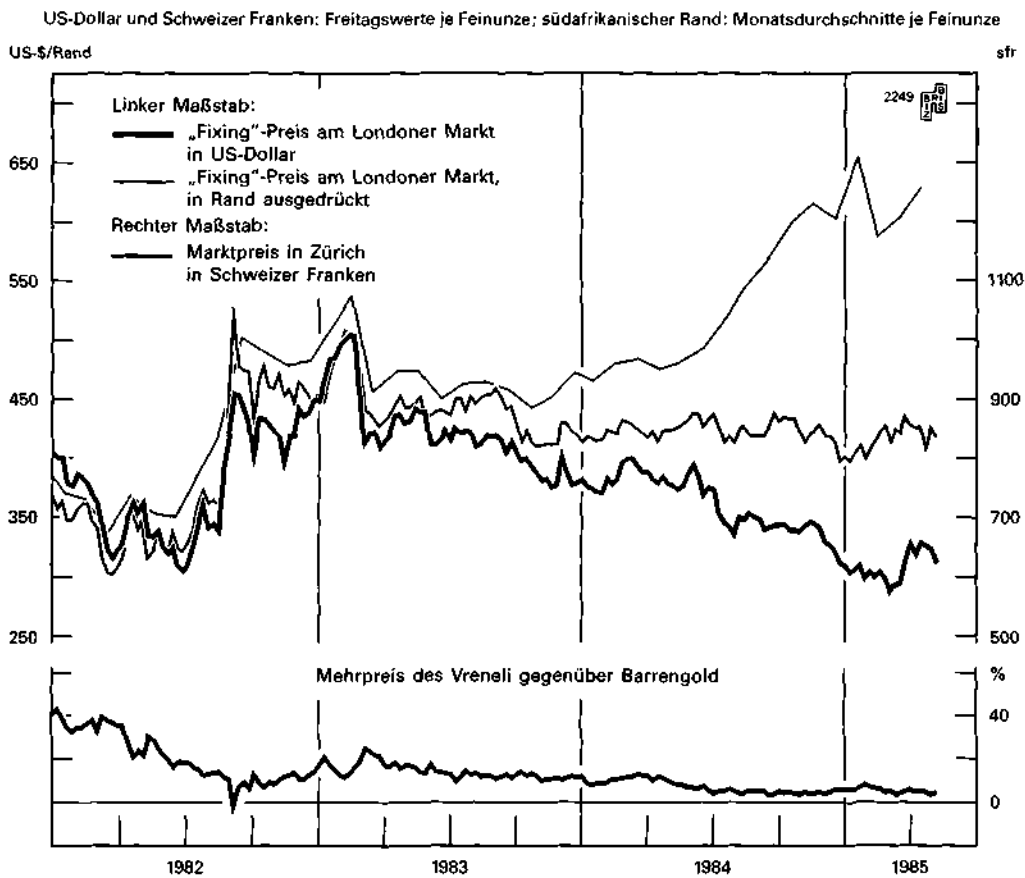
Im Gegensatz zum Jahr 1983, als das Wachstum nur 8,7% betrug, war 1984 die Ausweitung der Weltgoldderzeugung nicht sehr gleichmäßig verteilt. Insbesondere nahm die südafrikanische Produktion nur geringfügig zu: Zwar stieg die Menge verhütteten Erzes, jedoch wurde dies größtenteils dadurch ausgeglichen, daß sich der Abbau geringerwertiger Erze weiter fortsetzte. Vor dem Hintergrund höherer Preise ist die durchschnittliche Qualität des von den goldfördernden Mit-

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1980	1981	1982	1983	1984
	Tonnen				
Goldgewinnung .....	955	975	1020	1110	1145
Nettoverkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) .....	90	300	200	80	100
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen <sup>1,2</sup> (geschätzt; – = Zuwachs) .....	– 75	– 100	100	75	20
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt) .....	970	1175	1320	1265	1265

<sup>1</sup> Laut Meldungen des IWF. <sup>2</sup> Die Veränderungen der südafrikanischen Goldreserven blieben bei der Entwicklung der offiziellen 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.

### Marktpreise von Gold in US-Dollar, Schweizer Franken und südafrikanischen Rand 1982–85



gliedern der Bergwerkskammer Südafrikas, die 97% der gesamten südafrikanischen Goldproduktion repräsentieren, abgebauten Goldes seit 1977 um 30% gesunken.

Die Goldproduktion der USA, die bereits in den vorangegangenen Jahren deutlich ansteigend war, hat sich im letzten Jahr infolge der zunehmenden Verbreitung effizienterer Verfahren zur Erschließung geringerwertiger Lagerstätten um 10,6 t oder 17,4% erhöht. In Australien und Kanada gab es Produktionssteigerungen von 8,4 bzw. 7,8 t. In Brasilien und Chile ging hingegen die Produktion zurück.

Was die anderen Quellen für auf dem Markt neu angebotenes Gold betrifft, so dürften die Nettogoldverkäufe der kommunistischen Länder im letzten Jahr schätzungsweise rund 100 t und damit 20 t mehr als 1983 betragen haben. Außerdem haben sich die offiziellen Goldbestände laut Meldungen an den Internationalen Währungsfonds um 20 t vermindert. Die Verringerung der offiziellen Goldreserven war kleiner als die von Kolumbien ausgewiesene, das seine Goldbestände um 89 auf 43 t zum Jahresende 1984 abgebaut hat. Darüber hinaus meldeten die USA eine Abnahme ihrer offiziellen Goldbestände um rund 18½ t. Andererseits nahmen die

offiziellen Goldreserven Brasiliens, Ungarns und der Philippinen um 29, 16½ bzw. 15½ t zu. Alles in allem kann die 1984 für nichtmonetäre Verwendung insgesamt zur Verfügung stehende Goldmenge auf 1 265 t geschätzt werden, was dem Vorjahresbetrag entspricht.

Die Entwicklung des Marktpreises für Gold in Dollar stand während der Berichtsperiode ganz im Zeichen der Wechselkursentwicklung. Nach einem schwachen Beginn, als die Notierungen von \$ 381 je Unze am Jahresende 1983 auf \$ 364 Anfang Januar 1984 sanken, festigte sich der Goldpreis im Verlauf des ersten Halbjahrs zweimal in Zusammenhang mit Schwächetendenzen des Dollars: das erste Mal im Februar und Anfang März, als die Notierungen \$ 407 je Unze erreichten, den höchsten Wert der Berichtsperiode, und dann erneut Ende Mai/Anfang Juni, als der Preis vorübergehend auf \$ 394 stieg, nachdem er Anfang Mai noch bei \$ 370 gelegen hatte.

Diese zweite Erholung kehrte sich jedoch rasch um, als der Dollar wieder an Stärke gewann und die Dollarzinsen weiter steil nach oben kletterten; in der zweiten Juliwoche gingen die Notierungen auf \$ 332,5 je Unze zurück. In den folgenden vier Monaten bis Mitte November stiegen die Marktnotierungen unter Schwankungen leicht auf rund \$ 350 an. Die weitere Festigung des Dollars auf den Devisenmärkten löste dann einen plötzlichen Rückgang des Goldpreises bis auf knapp unter \$ 285 je Feinunze per Ende Februar 1985 aus. Anschließend erholte sich der Goldpreis bei sich abschwächendem Dollar bis Mitte April auf nahezu \$ 335, fiel dann aber bis Mitte Mai wieder auf ca. \$ 320 zurück.

#### **Weltwährungsreserven und internationale Liquidität**

1984 war, was die internationale Liquidität angeht, ein ungewöhnliches Jahr. Einerseits erhöhten sich im Gefolge des US-Leistungsbilanzdefizits von über \$ 100 Mrd. sowohl die statistisch erfaßten – und überwiegend in liquider oder marktfähiger Form gehaltenen – Forderungen der übrigen Welt an die USA als auch die recht beträchtlichen nicht identifizierbaren Mittelzuflüsse in die USA. Im weitesten Sinn gab es daher letztes Jahr eine beachtliche Zunahme der in den USA gehaltenen liquiden oder potentiell liquiden Dollaranlagen der übrigen Welt. Andererseits nahmen die zusammengefaßten offiziellen Währungsreserven (ohne Gold und ohne die Währungsreserven der osteuropäischen Staaten gerechnet) nur relativ mäßig um \$ 16 Mrd. zu, da der größte Teil des letztjährigen Zuwachses der Dollarforderungen der übrigen Welt von privaten Investoren erworben wurde; der in Dollar gerechnete Marktwert der Goldreserven verzeichnete hingegen infolge der anhaltenden Höherbewertung des US-Dollars eine weitere starke Abnahme.

Die Nichtgoldreserven nahmen im letzten Jahr zu laufenden Dollarwerten gerechnet um 4% zu; ein Rückgang des Durchschnittswerts der international gehandelten Güter um 2% läßt jedoch vermuten, daß die reale Steigerung eher bei 6% lag. Diese Zuwachsrate war geringer als die Ausweitung des internationalen Handels, der in nominalen Größen um 6,5% und dem Volumen nach um 9% wuchs. Die Grundtendenz im Wachstum der internationalen Liquidität war auch diesmal wieder durch die anhaltende Aufwertung des Dollars unterzeichnet, die den Dollar gegenwert der in anderen Währungen gehaltenen offiziellen Reserven verringerte.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1982–84

	Gold		Devisen	Reservepositionen beim IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten <sup>1</sup>					
<b>Zehnergruppe</b>							
1982 .....	– 0,3	35,4	– 10,8	3,3	1,8	– 8,4	– 14,1
1983 .....	– 0,8	– 49,5	2,7	7,2	– 3,1	3,2	10,0
1984 .....	– 0,6	– 53,7	4,2	– 0,1	0,7	– 6,9	– 2,1
Stand Ende 1984 .....	737,8	228,0	103,5	24,6	11,9	37,3	177,5
<b>Übrige entwickelte Länder<sup>2</sup></b>							
1982 .....	– 1,7	3,5	0,8	– 0,3	– 0,2	–	0,3
1983 .....	– 1,3	– 6,3	2,6	0,9	– 0,5	0,4	3,4
1984 .....	– 0,3	– 6,4	6,9	–	0,3	– 0,4	6,8
Stand Ende 1984 .....	86,6	26,8	44,9	2,2	1,2	0,4	48,7
<b>OPEC-Länder</b>							
1982 .....	0,3	2,2	– 11,4	0,7	0,2	–	– 10,5
1983 .....	0,1	– 2,9	– 8,2	4,4	– 0,7	–	– 4,5
1984 .....	0,1	– 3,1	– 2,8	0,5	0,1	–	– 2,2
Stand Ende 1984 .....	44,0	13,6	54,1	12,3	1,7	–	68,1
<b>Übrige Entwicklungsländer<sup>3</sup></b>							
1982 .....	– 1,8	2,8	– 0,7	– 0,4	– 1,3	–	– 2,4
1983 .....	– 0,4	– 5,0	7,4	0,3	– 0,2	–	7,5
1984 .....	– 1,0	– 5,6	14,4	– 0,6	– 0,1	–	13,7
Stand Ende 1984 .....	71,9	22,2	97,5	1,4	1,3	–	100,2
<b>Obige Länder insgesamt</b>							
1982 .....	– 3,5	43,9	– 22,1	3,3	0,5	– 8,4	– 26,7
1983 .....	– 2,4	– 63,7	4,5	12,8	– 4,5	3,6	16,4
1984 .....	– 1,8	– 68,8	22,7	– 0,2	1,0	– 7,3	16,2
Stand Ende 1984 .....	940,3	290,6	300,0	40,7	16,1	37,7	394,5
<b>Nachrichtlich:</b>							
<b>Osteuropäische Länder<sup>4</sup></b>							
1982 .....	(– 1,1) <sup>5</sup>	(– 0,2) <sup>5</sup>	1,0	–	–	–	1,0
1983 .....	(– 1,0) <sup>5</sup>	(– 0,1) <sup>5</sup>	1,8	–	–	–	1,8
1984 .....	(– 0,6) <sup>5</sup>	(– 0,2) <sup>5</sup>	2,7	–	–	–	2,7
Stand Ende 1984 .....	(– 5,8) <sup>5</sup>	(– 1,8) <sup>5</sup>	22,7	–	–	–	22,7

<sup>1</sup> Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. <sup>2</sup> Ohne osteuropäische Länder. <sup>3</sup> Anders als in Kapitel V einschl. Israel und (anders als in Kapitel VI) Offshore-Finanzplätzen. <sup>4</sup> Die Angaben über die Reserven dieser Ländergruppe sind nicht durchwegs vollständig. Für Rumänien und Ungarn wurden die dem IWF gemeldeten Daten angesetzt, für die übrigen Länder der Gruppe (Albanien, Bulgarien, DDR, Polen, Tschechoslowakei und UdSSR) hingegen jene über die Bruttoeinlagen bei den vierteljährlich der BIZ berichtenden Banken. <sup>5</sup> Nur Rumänien und Ungarn.

Zu konstanten Dollarkursen von Ende 1984 gerechnet stiegen die gesamten offiziellen Nichtgoldreserven im letzten Jahr um ca. \$ 35 Mrd. oder nahezu 10%.

Die weitere Höherbewertung des Dollars war auch der Hauptgrund für den anhaltenden Rückgang des Marktpreises für Gold im letzten Jahr; ihr ist praktisch die gesamte Verringerung des Marktwertes der offiziellen Goldbestände um \$ 69 Mrd. oder 19% zuzuschreiben. Dieser Wertrückgang bildete ein gewisses Gegengewicht zu der entspannten Liquiditätsslage, die sich aus den Zuwächsen bei anderen Reservearten ergab. Der Rückgang des Goldmarktpreises berührte indes in erster Linie die Länder der Zehnergruppe, von denen einige eine beruhigende Gesamtreserveposition aufweisen, während die letztjährige Zunahme der Nichtgoldreserven zu einem großen Teil von den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern verbucht wurde, die hierauf besonders angewiesen waren.

Betrachtet nach Reservearten unterschied sich das Bild des Reservenwachstums 1984 recht deutlich von dem des Jahres 1983. Damals war die Zunahme, zumindest zu laufenden Dollarwerten gerechnet, in dem Sinne im wesentlichen „administriert“, als sie größtenteils die IWF-Reserveposition bestimmter Länder betraf, was eine Folge der Rekordausleihungen des IWF in Zusammenhang mit der internationalen Schuldenkrise war. Im Jahre 1984, als die von der US-Wirtschaft ausgehenden expansiven Einflüsse im Zusammenwirken mit den Anpassungsmaßnahmen der Schuldnerländer und dem Abklingen der internationalen Spannungen im Finanzbereich eine Reihe von Ländern in die Lage versetzte, ihre externe Zahlungsposition zu verbessern, nahmen die offiziellen Devisenbestände mit \$ 22,7 Mrd. (rund ein Viertel davon Reserven Zugänge in D-Mark) stärker zu als die Nichtgoldreserven insgesamt. Demgegenüber sanken die offiziellen ECU-Bestände (zu laufenden Dollarwerten gerechnet) um \$ 7,3 Mrd., und zwar größtenteils aufgrund von Bewertungseffekten und des niedrigeren offiziellen Goldpreises, der den zwischen den Zentralbanken des Europäischen Währungssystems und dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit abgeschlossenen Gold/ECU-Swaps zugrundeliegt.

Die Reservepositionen und die SZR-Bestände der Mitgliedstaaten des Internationalen Währungsfonds nahmen im vergangenen Jahr nur geringfügig um \$ 0,8 Mrd. zu, während sie 1983 im Gefolge der allgemeinen Erhöhung der Quoten im Fonds und aufgrund von Rekordziehungen um insgesamt \$ 8,3 Mrd. gestiegen waren. Zu konstanten Wechselkursen gerechnet nahmen die IWF-Reservepositionen und die SZR-Bestände im letzten Jahr nur um \$ 2,4 bzw. 2 Mrd. zu. Die neuen Bruttoziehungen auf den Fonds beliefen sich auf SZR 8,1 Mrd. und lagen damit um SZR 6 Mrd. unter dem Höchstwert von 1983. Da die Rückkäufe 1984 mit SZR 2,3 Mrd. etwas höher waren als im Jahr davor, waren die Nettoneuansleihungen des IWF mit SZR 5,8 Mrd. weniger als halb so hoch als 1983. Nahezu SZR 5 Mrd. an Nettoneuansleihungen des letzten Jahres entfielen auf die nicht der OPEC angehörenden Entwicklungsländer; allein die lateinamerikanischen Staaten erhielten SZR 3,7 Mrd. Brasilien und Mexiko, die bereits 1983 den IWF in starkem Maße in Anspruch genommen hatten, wurden mit SZR 1,7 bzw. 1,3 Mrd. die meisten Mittel eingeräumt; von den in anderen Regionen gelegenen Entwicklungsländern nahmen Indien und Korea Ziehungen in Höhe von SZR 0,5 bzw. 0,4 Mrd. vor. In Osteuropa erhielt Ungarn SZR 0,5 Mrd., und in der Gruppe der „übrigen entwickelten Länder“ war Portugal mit neuen Ziehungen in Höhe von SZR 0,2 Mrd. das einzige Land, dem ein größerer Kredit aus IWF-Mitteln gewährt wurde.

Für 93% seiner Nettoneuansleihungen verwendete der Fonds als Zahlungsmedium Sonderziehungsrechte (SZR 2,7 Mrd.), US-Dollars (SZR 2,1 Mrd.) und saudi-arabische Riyals (SZR 0,6 Mrd.). Die Ziehungen finanzierte der Fonds nicht nur durch Inanspruchnahme seiner Bestände an Sonderziehungsrechten und verwendbaren Währungen, sondern teilweise auch aus den Kreditlinien, die ihm im April 1984 von mehreren Industrieländern und Saudi-Arabien eingeräumt worden waren.

Die regionale Verteilung des Anstiegs der Nichtgoldreserven im Jahre 1984 weist für die Gruppe der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer mit \$ 13,7 Mrd. den höchsten Zuwachs aus; darüber hinaus verzeichneten die entwickelten Länder

außerhalb der Zehnergruppe einen Anstieg ihrer Nichtgoldreserven um \$ 6,8 Mrd. Andererseits ergab sich bei den Ländern der Zehnergruppe und den OPEC-Staaten ein nomineller Reservenrückgang von \$ 2,1 bzw. 2,2 Mrd.; freilich beruhte der Rückgang im Falle der Zehnergruppe mehr als zur Gänze auf Wechselkurseffekten.

Die Zuwächse bei den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern, die zum größten Teil die Bemühungen einiger schwer verschuldeter Länder widerspiegeln, ihre externe Zahlungsposition zu verbessern, ergaben sich ausschließlich bei den Devisenreserven, die um \$ 14,4 Mrd. und damit fast doppelt so stark zunahmen wie 1983. Die IWF-Reserveposition dieser Länder verringerte sich erneut (– \$ 0,6 Mrd.), und wie in den beiden vorangegangenen Jahren griffen sie in einem gewissen Umfang auf ihre Goldreserven zurück. In Lateinamerika schnellten Brasiliens Nichtgoldreserven von \$ 4,4 auf 11,5 Mrd. und jene Mexikos von \$ 3,9 auf 7,3 Mrd., während Argentinien \$ 0,6 Mrd. des im Jahre 1983 erlittenen Reservenverlustes von \$ 1,3 Mrd. wieder wettmachen konnte. Trinidad und Tobago sowie Kolumbien verzeichneten hingegen Reservenabgänge von \$ 0,7 bzw. 0,5 Mrd.

Von den in anderen Regionen gelegenen Nicht-OPEC-Entwicklungsländern wiesen Indien und Singapur einen Reservenzuwachs von je rund \$ 1 Mrd. auf, wohingegen die Nichtgoldreserven des Libanon von \$ 1,9 auf knapp 0,7 Mrd. und die Pakistans um \$ 0,9 Mrd. sanken. China stockte seine Reserven während der ersten neun Monate des Jahres um \$ 2,4 Mrd. auf, doch kehrte sich diese Bewegung im vierten Quartal größtenteils um.

Der von den OPEC-Ländern bei den Nichtgoldreserven insgesamt verzeichnete Verlust war mit \$ 2,2 Mrd. nur halb so groß wie der Reservenabgang von 1983. Ursächlich dafür waren insbesondere Wechselkurseffekte, die dazu führten, daß die Devisenreserven 1984 nur um \$ 2,8 Mrd. abnahmen, verglichen mit \$ 8,2 Mrd. ein Jahr zuvor. Innerhalb der OPEC-Gruppe erlitten die größten Reservenverluste Saudi-Arabien (– \$ 2,5 Mrd.), Libyen (– \$ 1,6 Mrd.), Kuwait (– \$ 0,6 Mrd.) und Algerien (– \$ 0,4 Mrd.), wohingegen Indonesien und Venezuela Reservengewinne von \$ 1,1 bzw. 1,3 Mrd. aufwiesen.

In den entwickelten Ländern war der Reservenzuwachs der Staaten außerhalb der Zehnergruppe mit zusammen \$ 6,8 Mrd. doppelt so groß wie 1983. Spanien und Norwegen allein wiesen Zunahmen von \$ 4,6 bzw. 2,7 Mrd. auf; beträchtliche Anreicherungen der Nichtgoldreserven wurden auch von Finnland (\$ 1,5 Mrd.) und Neuseeland (\$ 1 Mrd.) berichtet. Australien und Südafrika mußten hingegen Reservenverluste von \$ 1,4 bzw. 0,6 Mrd. hinnehmen.

Die Abnahme der Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe beruhte mehr als zur Gänze auf dem Rückgang des laufenden Dollarwertes der ECU-Bestände der Mitgliedstaaten des Europäischen Währungssystems (– \$ 6,9 Mrd.), worauf bereits eingegangen wurde. Die anderen Komponenten der Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe erhöhten sich insgesamt um \$ 4,8 Mrd. oder – um Wechselkurseffekte bereinigt – rund \$ 9 Mrd. Die Reserven der USA stiegen um \$ 1,2 Mrd. und jene Japans – trotz der Schwäche des Yen gegenüber dem Dollar – um \$ 1,8 Mrd. In Kanada jedoch fand eine ähnliche Wechselkursschwäche ihren Ausdruck in einem Rückgang der Devisenreserven von \$ 2,7 auf 1,7 Mrd.



## Struktur der Anlage von Devisenreserven 1981–84

	Einlagenveränderung				Stand Ende 1984
	1981	1982	1983	1984	
	Milliarden US-Dollar				
<b>1. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern<sup>1</sup>, Kanada und Japan:</b>					
a) auf den nationalen Märkten .....	- 1,4	- 3,5	- 1,3	1,0	12,2
Deutsche Mark .....	- 1,6	- 0,5	- 0,8	- 0,7	1,2
Schweizer Franken .....	1,0	- 1,3	- 0,4	- 0,1	0,9
Yen .....	0,8	- 0,4	- 0,3	1,6	6,3
Pfund Sterling .....	- 0,8	- 0,1	0,3	0,5	2,6
Französischer Franc .....	- 0,8	- 0,2	-	- 0,1	0,5
Sonstige Währungen .....	-	- 1,0	- 0,1	- 0,2	0,7
b) auf den Euromärkten .....	-17,9	-24,4	- 6,5	10,5	85,7
Dollar .....	- 8,8	-12,2	- 9,0	7,6	58,9
Deutsche Mark .....	- 5,4	- 7,0	2,1	2,8	16,7
Schweizer Franken .....	- 1,1	- 2,9	- 0,5	- 0,1	3,6
Yen .....	-	- 0,8	1,2	0,5	2,9
Pfund Sterling .....	- 1,1	- 0,6	- 0,1	-	0,5
Französischer Franc .....	- 0,8	- 1,4	- 0,1	0,1	0,4
Sonstige Währungen .....	- 0,7	0,5	- 0,1	- 0,4 <sup>2</sup>	2,7 <sup>2</sup>
<b>2. Einlagen bei bestimmten Offshore-Niederlassungen von US-Banken<sup>3</sup></b>	- 0,7	- 1,7	-	1,6	4,9
<b>Gesamtbetrag 1 + 2 .....</b>	<b>-20,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>- 7,8</b>	<b>13,1</b>	<b>102,8</b>
davon: in Dollar .....	- 9,3	-13,9	- 8,9	9,0	63,2
in sonstigen Währungen .....	-10,7	-15,7	1,1	4,1	39,6
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen (ohne Dollarswaps gegen ECU)</i>	4,8	2,8	6,5	4,8	168,4
<i>Gesamteinlagen der OPEC-Länder<sup>4</sup> bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet<sup>5</sup> außerhalb der USA</i>	- 0,9	-27,4	-17,1	- 3,8	120,3

Anmerkung: Einschl. wechsellkursbedingter Veränderungen des Dollarwerts der in Nichtdollarwährungen gehaltenen Reserven.

<sup>1</sup> Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Schweden und Schweiz. Die Einlagenveränderungen 1984 und Jahresendstände 1984 enthalten auch die Werte für Finnland, Norwegen und Spanien. <sup>2</sup> Einschl. ECU. <sup>3</sup> Auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. <sup>4</sup> Mittelflüsse 1984 und Jahresendstände 1984 ohne Bahrain. <sup>5</sup> Bis Ende 1983 einschl. Veränderungen der Einlagen bei Banken der Länder laut Fußnote 1 zuzüglich der Offshore-Niederlassungen von US-Banken an Finanzplätzen laut Fußnote 3. Die Einlagenveränderungen 1984 und die Jahresendstände 1984 enthalten zusätzlich die Werte für Finnland, Norwegen und Spanien sowie die Daten für alte Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain und alle auf den Niederländischen Antillen tätigen Offshore-Banken.

Lenkt man den Blick auf die europäischen Länder der Zehnergruppe und schließt die ECU-Aktiva aus, so zeigen sich beträchtliche Reservengewinne in Frankreich (\$ 3 Mrd.) und Italien (\$ 1,8 Mrd.); beide Länder zogen Nutzen aus der Stabilität ihrer Währungen innerhalb des Europäischen Währungssystems und aus ihren hohen Nominalzinsen. Im Gegensatz dazu sanken die Devisenreserven Großbritanniens um \$ 1,3 Mrd. Die Devisenreserven Deutschlands veränderten sich im Jahre 1984 insgesamt gesehen nur wenig, da sich die im Rahmen von Devisenmarktinterventionen zur Abmilderung des Kursanstiegs des Dollars gegenüber der D-Mark eingesetzten Beträge mit den Zinserträgen aus den Dollarreserven und anderen Zugängen bei den offiziellen Dollarreserven in etwa die Waage hielten.

Im ersten Quartal 1985 haben die Nichtgoldreserven (ohne ECU) der Länder der Zehnergruppe um schätzungsweise \$ 6 Mrd. abgenommen. Die offiziellen De-

visenreserven gingen um \$ 6,2 Mrd. zurück, über \$ 2 Mrd. davon aufgrund der Auflösung von zwischen der Schweizerischen Nationalbank und Geschäftsbanken in der Schweiz abgeschlossenen Swaps. Die in der Zeit von Ende Januar bis Anfang März durchgeführten offiziellen Devisenmarktinterventionen im Betrag von insgesamt fast \$ 11 Mrd. fanden in der Veränderung der zusammengefaßten Devisenreserven der Gruppe nur einen begrenzten Niederschlag, da die Reserven der Länder durch zahlreiche weitere Faktoren – etwa durch staatliche Kreditaufnahmen im Ausland und Zinserträge aus Reservenanlagen – beeinflußt werden. Verluste an Devisenreserven verzeichneten Deutschland (– \$ 2,7 Mrd.), Italien (– \$ 2,4 Mrd.) und die Niederlande (– \$ 0,4 Mrd.). In Italien spiegelte sich in den Reservenverlusten hauptsächlich die Schwäche der Lira gegenüber anderen EWS-Währungen wider. Andererseits verzeichneten Frankreich und Kanada im ersten Quartal Reservengewinne von je \$ 0,6 Mrd. Die Interventionen der USA kamen zum Teil in dem \$ 0,4 Mrd. betragenden Anstieg der Devisenreserven dieses Landes zum Ausdruck.

Was die Anlage der Devisenreserven anbelangt, so war das herausragende Merkmal des Jahres 1984, daß der größte Teil des Zuwachses an offiziellen Währungsreserven außerhalb der USA angelegt wurde. Die Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Institutionen nahmen lediglich um \$ 4,8 Mrd. zu. Die offiziellen Eurodollaranlagen, die in den Jahren 1981–83 infolge der sogenannten „Flucht in die Qualität“ und der sinkenden OPEC-Reserven jährlich durchschnittlich um über \$ 10 Mrd. abnahmen, wuchsen 1984 um \$ 9 Mrd. Darüber hinaus nahmen die in anderen Währungen als dem Dollar gehaltenen offiziellen Euroeinlagen zuzüglich der offiziellen Einlagen auf den nationalen Märkten (ohne USA) im Jahre 1984 zu laufenden Dollarwerten gerechnet um weitere \$ 4,1 Mrd. auf insgesamt \$ 39,6 Mrd. zu, nachdem sie in den Jahren 1981 und 1982 um 40% abgenommen, sich 1983 aber bereits wieder zu erholen begonnen hatten. Insgesamt belief sich 1984 der Zuwachs der bei Banken außerhalb der USA gehaltenen offiziellen Reserven zu laufenden Dollarwerten gerechnet auf \$ 13,1 Mrd. und auf der Basis konstanter Dollarwerte auf \$ 17,5 Mrd.

Für diese Entwicklungen gibt es im wesentlichen drei Ursachen: Erstens scheinen die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer aus Renditeüberlegungen den größten Teil ihrer im Jahre 1984 erzielten Zuwächse bei den Devisenreserven auf dem Euromarkt investiert zu haben. Zweitens nahmen die DM-Reserven einiger Mitgliedsländer des Europäischen Währungssystems beträchtlich zu. Diese Reservenzugänge waren das Ergebnis intramarginaler Interventionen, die diese Länder im Rahmen des EWS-Wechselkursverbundes vornahmen, um die Stärke ihrer Währungen gegenüber der D-Mark zu dämpfen (s. S. 170). Drittens war eine deutliche Zunahme von Yen-Anlagen – hauptsächlich bei Banken in Japan – festzustellen, was möglicherweise mit der jüngst eingeleiteten Liberalisierung der japanischen Finanzmärkte in Zusammenhang stand.

Es scheint somit, daß seit Jahresmitte 1983 der Aufbau offizieller Reserven bei Banken außerhalb der USA und insbesondere in anderen Währungen als dem Dollar die Dynamik des Dollars gebremst hat, während 1981/82 und im ersten Halbjahr 1983 die offiziellen Anlagen von Devisenreserven die Erholung des US-Dollars von seinem tiefen Niveau aus begünstigt hatten.

## VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. 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 Gebiet der Währungspolitik wahrgenommen.

Die Bank war an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch beobachtend an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer sowie von deren Stellvertretern 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.

Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung auf den Gold- und Devisenmärkten befaßten. Die Bank stellt auch weiterhin das Sekretariat für verschiedene Expertengruppen.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte in Wahrnehmung des ihm 1980 von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe erteilten Mandats seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kreditmärkten fort. Die Bank betreut auch nach wie vor als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die internationale Bankenstatistik. Die Erfassung der diesbezüglichen Daten ist erheblich erweitert worden. Neun zusätzliche Länder – Bahrain, die Bahamas, Finnland, Hongkong, die Kaimaninseln, die Niederländischen Antillen, Norwegen, Singapur und Spanien – haben mit der Meldung von Quartalszahlen über das internationale Geschäft ihrer Banken begonnen. Darüber hinaus enthalten die Quartalszahlen über das internationale Bankgeschäft nunmehr auch detailliertere Informationen über das Interbankgeschäft als vorher. Ferner hat eine Reihe von Ländern, die halbjährliche Daten über die Fälligkeit der Auslandsforderungen ihrer Banken melden, die statistische Erfassung dieser Daten ausgeweitet, die nunmehr das Geschäft ihrer inländischen Banken auf weltweit konsolidierter Basis enthalten.

Der Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung beschäftigte sich im vergangenen Jahr neben der Pflege eines regelmäßigen Informationsaustausches über bankenaufsichtsrelevante Entwicklungen in den in ihm vertretenen Ländern weiterhin speziell mit der Frage der ausreichenden Eigenkapitalausstattung der

internationalen Banken. Diese Arbeit umfaßt drei Hauptbereiche: die Schaffung einer Datenbasis, die die Vergleichbarkeit von Standards für eine ausreichende Kapitalausstattung unterschiedlicher Kategorien internationaler Banken erleichtern soll; die Überwachung der internationalen Anstrengungen zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Banken und ihrer Rückstellungen für Risiken; die Beschäftigung mit neuen Entwicklungen und Techniken im Bereich des Bankgeschäfts „außer Bilanz“ und mit deren angemessener Berücksichtigung bei der Beurteilung der Eigenkapitalausstattung.

Die im Ausschuß der EDV-Fachleute vertretenen Zentralbanken setzten ihre Untersuchungen im Berichtsjahr fort und beschäftigten sich vor allem mit den folgenden drei Gebieten: Telekommunikationsnetze im Bankenbereich, die hierbei zum Einsatz kommenden Technologien und die damit verbundenen Fragen insbesondere in bezug auf Sicherheit und Verlässlichkeit; die Einführung dezentralisierter Datenverarbeitung in allen Tätigkeitsbereichen der Zentralbanken und die zahlreichen sich hieraus ergebenden Implikationen; die für die technischen Dienststellen in den Zentralbanken vorhandenen Möglichkeiten, die notwendigen Anpassungen abzuschließen.

Die im Ausschuß der Zahlungsverkehrsexperten zusammentreffenden Vertreter von Zentralbanken beendeten die Revision des Buches „Payment Systems in Eleven Developed Countries“. Darüber hinaus setzten sie ihren regelmäßigen Informationsaustausch über aktuelle Entwicklungen in ihren jeweiligen Ländern fort und widmeten einen beträchtlichen Teil ihrer Arbeit der Analyse von Risiken, die sich aus dem zunehmenden Tempo des Interbankzahlungsverkehrs ergeben.

Unter der Leitung der Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen wurden weitere Fortschritte bei der Schaffung einer vollwertigen Datenbank für Zwecke der Zentralbanken der Zehnergruppe und der BIZ erzielt. Vor allem hat die Gruppe nahezu die Ziele erreicht, die sie sich für die Meldung makroökonomischer Daten über Telekommunikationsverbindungen mit der EDV-Zentrale der BIZ gesteckt hatte; darüber hinaus gab es kontinuierliche Verbesserungen bei der automatischen Übermittlung statistischer Daten über die internationalen Finanzmärkte und deren Integration in das bereits im Einsatz befindliche interne Aufbereitungssystem der BIZ. Als Folge dieser Entwicklungen rücken nunmehr Fragen in den Vordergrund, beispielsweise solche betreffend Verfahren des Zugangs zu Daten, die für Verwender von besonderem Interesse sind, und die Expertengruppe wird sich mit ihnen in zukünftigen Sitzungen vermehrt befassen.

Der Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit sowie deren Unterausschüsse und Expertengruppen hielten ihre Sitzungen weiterhin in Basel ab. 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 Jahre 1984 zur Höhe und Bedeutung inflationsbereinigter Zinsen in den EG-Ländern.

Im Geschäftsjahr 1984/85 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 Verbesserung der Koordinierung von Wechselkurs- und Geldpolitik der EG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS.

Daneben prüfte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten eine Reihe von Vorschlägen, die darauf zielten, das EWS durch die Schaffung besserer Voraussetzungen für Verwendung und Halten offizieller ECU zu stärken. Am 12. März 1985 einigte man sich im Grundsatz auf den folgenden Maßnahmenkatalog:

- die Verzinsung der ECU-Positionen und der im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung entstandenen Forderungen wird verbessert; dies geschieht durch die Umstellung der Berechnungsbasis von den offiziellen Diskontsätzen der EG-Länder auf deren Geldmarktsätze;
- die Zentralbanken werden berechtigt, ihre Nettogläubigerposition in ECU ebenso wie einen Teil ihrer ursprünglichen ECU-Zuteilung durch Zwischenschaltung des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit zur Deckung eines Bedarfs an Interventionswährungen zu mobilisieren;
- die Verwendbarkeit der offiziellen ECU im innergemeinschaftlichen Saldenausgleich wird verbessert;
- der Kreis der Verwender offizieller ECU kann um Zentralbanken der Länder, die besonders enge Beziehungen zur EWG unterhalten, und internationale Währungsinstitutionen wie beispielsweise die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erweitert werden. Die genannten Institutionen wären dann berechtigt, offizielle ECU als „sonstige Halter“ zu halten.

Die für die Verwirklichung dieses Maßnahmenkatalogs erforderliche Anpassung der einschlägigen rechtlichen Grundlagen ist im Gange.

Die Bank nimmt nach wie vor die Aufgaben des Agenten des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit wahr, eine Tätigkeit, die sie seit dem 1. Juni 1973 ausübt.\*

Diese Funktionen stehen einerseits mit den Transaktionen im Rahmen des EWS in Zusammenhang und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Ab-

---

\* Eine genaue Beschreibung von Struktur und Aufgaben des Fonds wurde im 54. Jahresbericht auf den Seiten 179–181 gegeben.

wicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen.

Im Zeitraum 1. April 1984–31. März 1985 erreichte das Volumen der dem Agenten mitgeteilten Interventionen der EWS-Partnerzentralbanken in Währungen von Mitgliedsländern nur eine geringe Höhe. Das vom Fonds über Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank (mit Ausnahme Griechenlands, das noch nicht dem EWS angehört) ausgegebene ECU-Volumen belief sich am 31. März 1985 auf ECU 52 Mrd.; das entsprach, zum Kurs an dem genannten Stichtag, einem Betrag von annähernd US-\$ 38 Mrd. Die ECU-Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der EG-Zentralbanken im Rahmen des Saldenausgleichs und zur Zahlung der Zinsen auf die Nettositionen dieser Zentralbanken in ECU beliefen sich brutto auf ca. ECU 4 Mrd.

Was die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft angeht, so hat der Agent des Fonds im Berichtszeitraum von Frankreich und Italien die fälligen Zins- und Provisionszahlungen für die ausstehenden Darlehen entgegengenommen und an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weitergeleitet. Er führte auch die finanziellen Transaktionen in Zusammenhang mit der Tilgung der zweiten Tranche (US-\$ 300 Mio. zu 7,75%) einer Anleihe über US-\$ 500 Mio. durch. Mit dieser von Italien am 1. Juni 1984 vorgenommenen Rückzahlung sind die von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft in den Jahren 1976 und 1977 im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 397/75 begebenen Anleihen über ursprünglich US-\$ 1,6 Mrd. und DM 0,5 Mrd. vollständig getilgt.

Die ausstehenden Beträge der von der Gemeinschaft im Juli und August 1983 zugunsten der Französischen Republik im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 682/81 begebenen Anleihen blieben unverändert. Sie beliefen sich am 31. März 1985 auf ECU 150 Mio. und US-\$ 3 390 Mio. (Einzelheiten zu diesen Anleihen finden sich im 54. Jahresbericht auf den Seiten 181/182.)

## 2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1985 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

Die Bilanzsumme per 31. März 1985, dem Ende des Geschäftsjahres 1984/85,	
betrug	GFr. 22 851 917 382
gegenüber einer Vorjahressumme von	<u>GFr. 21 276 333 080</u>
Der Zuwachs von	GFr. 1 575 584 302

(7%) lag über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres. Ohne den kontinuierlichen Rückgang des Goldfrankenwerts der meisten Währungen (ohne US-Dollar) im Jahresverlauf, der nur im August 1984 und März 1985 durch eine geringfügige

\* 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.

gegenläufige Bewegung unterbrochen wurde, wäre dieser Zuwachs noch stärker ausgefallen.

Die monatlichen Schwankungen der verfügbaren Mittel waren sehr ungleich und reichten von einer 4prozentigen Abnahme bis hin zu einer Zunahme von mehr als 6%.

Am 31. Juli 1984 stellte sich die Bilanzsumme auf gut GFr. 23 Mrd., was der höchste Stand im abgelaufenen Geschäftsjahr war.

Wie die folgende Tabelle zeigt, hat sich die Bilanzsumme seit 1982 recht stetig ausgeweitet.

**BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1981	19726	— 4683	— 19
1982	19057	— 669	— 3
1983	20358	+ 1301	+ 7
1984	21276	+ 918	+ 5
1985	22852	+ 1576	+ 7

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 oben in Abschnitt 1 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 umgerechnet auf GFr. 1 164 Mio., verglichen mit GFr. 1 232 Mio. am 31. März 1984 (Rückgang: GFr. 68 Mio.) und GFr. 1 641 Mio. am 31. März 1983.

#### 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			
1981	937	18539	250	19726
1982	987	17778	292	19057
1983	1037	18987	334	20358
1984	1088	19805	383	21276
1985	1143	21323	386	22852

## 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. 22 Mio. aus dem Reingewinn von 1984/85 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 499 552 793  
verglichen mit vorher GFr. 477,6 Mio.

#### 3. Besonderer Dividenden-Reservefonds GFr. 21 530 055

Dieser Fonds hat sich seit Ende des Geschäftsjahres 1981/82 nicht verändert.

#### 4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 33 Mio. aus dem Reingewinn von 1984/85 GFr. 296 330 236  
verglichen mit vorher GFr. 263,3 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1984/85 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 847 483 397  
verglichen mit vorher GFr. 792,5 Mio. Die Erhöhung um GFr. 55 Mio. stellt die bisher größte Zuweisung zu den Reserven am Ende eines Geschäftsjahres dar.

### c) Verschiedenes GFr. 373 006 144

verglichen mit vorher GFr. 366,2 Mio., was einer geringen Zunahme von GFr. 6,8 Mio. entspricht.

### d) Gewinn- und Verlustrechnung GFr. 68 366 633 (vor Gewinnverwendung)

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1984/85.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind in Teil 3 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen die Verwendung von



GFr. 13 366 633 (Vorjahr: GFr. 16 492 877) für die am 1. Juli 1985 zu zahlende Dividende von SFr. 145 je Aktie vor; die Dividendensumme erscheint auf der Passivseite der Bilanz. Der Dividendenbetrag in Schweizer Franken ist gegenüber dem vorangegangenen Geschäftsjahr unverändert geblieben.

## B. Fremdmittel

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

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1984	1985	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken .....	19 178	21 104	+ 1 926
Einlagen von anderen Einlegern .....	627	219	- 408
Zusammen .....	19 805	21 323	+ 1 518

Die Zunahme der verfügbaren Mittel beruhte gänzlich auf dem Zugang neuer Einlagen von Zentralbanken. Die Einlagen von „anderen Einlegern“, besonders jene von verschiedenen internationalen Organisationen, nahmen deutlich ab; Kreditaufnahmen an den Märkten machen nur einen sehr kleinen Teil dieser Position aus.

Was die Währungszusammensetzung des Mittelaufkommens betrifft, so gab es im Geschäftsjahr einen beträchtlichen Zuwachs der Einlagen in D-Mark. Die Einlagen in Gold stiegen geringfügig an.

Am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres entfielen 99% der gesamten Fremdmittel auf Einlagen von Zentralbanken, verglichen mit 96,8% am 31. März 1984.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung
	1984	1985		1984	1985		1984	1985	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht .....	4225	4314	+ 89	346	312	- 34	4571	4626	+ 55
Bis zu 3 Monaten .....	141	78	- 63	13679	15238	+ 1559	13820	15316	+ 1496
Mehr als 3 Monate .....	-	-	-	1414	1381	- 33	1414	1381	- 33
Zusammen .....	4366	4392	+ 26	15439	16931	+ 1492	19805	21323	+ 1518

Die leichte Zunahme der Sichteinlagen beruhte auf einem Anstieg der Goldeinlagen.

Die Zunahme der längerfristigen Einlagen, insbesondere der Einlagen bis zu drei Monaten, entsprach in etwa der Ausweitung der gesamten Fremdmittel. Die Einlagen von mehr als drei Monaten gingen geringfügig zurück.

Als Ergebnis der genannten Schwankungen stellte sich der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln auf 20,6 gegenüber 22% ein Jahr zuvor, während die Währungseinlagen einen Anteil von 79,4% hatten (Vorjahr: 78%).

Die Sichteinlagen machten 21,7% der gesamten Einlagen aus, verglichen mit 23,1% am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres, während die Termineinlagen einen Anteil von 78,3% hatten (Vorjahr: 76,9%).

a) Goldeinlagen GFr. 4 391 845 185  
verglichen mit GFr. 4 366 Mio. ein Jahr zuvor, so daß sich ein Nettozugang von Gold um GFr. 26 Mio. ergab.

b) Währungseinlagen GFr. 16 930 512 898  
Der Anstieg um GFr. 1 492 Mio. (9,7%) ging auf die Erhöhung der Einlagen bis zu drei Monaten zurück. Die Einlagen auf Sicht und die von mehr als drei Monaten nahmen leicht ab.

#### AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1984		1985			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold .....	5049		5021		- 28	
Währungen .....	11	5060	5	5026	- 6	- 34
Schatzwechsel						
Währungen .....		757		453		- 304
Terminguthaben und Kredite						
Gold .....	19		77		+ 58	
Währungen .....	13513	13532	14594	14671	+1081	+1139
Sonstige Wertpapiere						
Währungen .....		1909		2685		+ 776
Zusammen						
Gold .....	5068		5098		+ 30	
Währungen .....	16190	21258	17737	22835	+1547	+1577

a) Gold GFr. 5 021 369 537  
verglichen mit vorher GFr. 5 049 Mio.

Die Abnahme um GFr. 28 Mio. beruhte auf höheren Anlagen am Markt, wobei das verwendete Gold nur teilweise durch Nettoneueinlagen von Zentralbanken aufgewogen wurde.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 5 197 514  
verglichen mit vorher GFr. 10,9 Mio.

c) Schatzwechsel GFr. 452 493 140  
 verglichen mit vorher GFr. 757 Mio. In diesem Rückgang schlägt sich per saldo eine Abnahme des an zahlreichen Märkten und vor allem in den USA erworbenen Schatzwechselbestandes nieder.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 14 671 193 327  
 verglichen mit vorher GFr. 13 532 Mio. (Zunahme: GFr. 1 139 Mio.).

Der Anstieg entsprach dem auf der Passivseite und beruhte vor allem auf einer starken Ausweitung der DM-Anlagen am Markt.

Ebenfalls enthalten sind die Beträge, die der Internationale Währungsfonds auf eine ihm 1984 von der Bank in Höhe von SZR 2 505 Mio. eingeräumte Fazilität (s. letztjährigen Jahresbericht) gezogen hat.

e) Sonstige Wertpapiere GFr. 2 685 157 948  
 verglichen mit vorher GFr. 1 909 Mio. (Zunahme: GFr. 776 Mio.).

Die Bestände wurden während der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres stetig aufgestockt und stabilisierten sich in der Folge auf einem Rekordniveau.

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
	1984	1985	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten .....	12521	14077	+1556
Mehr als 3 Monate .....	2920	3279	+ 359
Zusammen .....	15441	17356	+1915

Im abgelaufenen Geschäftsjahr deckte sich die Zunahme der Anlagen bis zu drei Monaten mit der der Fremdmittel gleicher Restlaufzeit.

Die Anlagen mit längerer Restlaufzeit erhöhten sich, verglichen mit einer Abnahme in den vorangegangenen zwei Geschäftsjahren.

Die Transaktionen bis zu drei Monaten beliefen sich am Ende des Geschäftsjahres auf 81,1% der Gesamtanlagen; die längerfristigeren hatten einen Anteil von 18,9%. Diese Prozentgrößen sind mit denen des vorangegangenen Geschäftsjahres identisch.

f) Verschiedenes GFr. 16 505 915  
 verglichen mit vorher GFr. 17,8 Mio.

### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 44 328 840 verglichen mit einem zuvor ebenfalls negativen Saldo von GFr. 40,3 Mio.

Der Betrag des per Termin zu liefernden Goldes erhöhte sich geringfügig infolge einer Anpassung des Goldgewichts in Verbindung mit Swapgeschäften von per Kasse gegen Währungen erhaltenem Gold.

### 3. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1985 abgelaufene 55. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 71 206 434 ab (im Vorjahr: GFr. 67 934 268). Das verbesserte Ergebnis im Berichtsjahr ist im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß der Bank ein größeres Mittelvolumen zu Anlagezwecken zur Verfügung stand, wobei das Zinsniveau im großen und ganzen mit dem im Geschäftsjahr 1983/84 vorherrschenden vergleichbar war.

Der Geschäftsertrag wird abzüglich der GFr. 14 140 343 betragenden Verwaltungskosten ausgewiesen, die sich im Jahr davor auf GFr. 15 354 329 belaufen hatten; in der Abnahme schlägt sich der kontinuierlich rückläufige Goldfrankenwert des Schweizer Frankens im Jahresverlauf nieder – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich hingegen die gesamten Verwaltungskosten.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 2 839 801 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von GFr. 68 366 633 gegenüber GFr. 67 492 877 im Vorjahr. Die Verwendung dieses Betrages ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 68 366 633 wie folgt zu verwenden:

1. GFr. 13 366 633 zur Zahlung der Dividende von SFr. 145 je Aktie;
2. GFr. 22 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. GFr. 33 000 000 – den verbleibenden Betrag 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 1985 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1985 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 – auf der in

Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage – eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1985 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

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

Im Geschäftsjahr 1984/85 hat die Bank für die Bedienung der einzigen noch umlaufenden Anleihe – der Gesicherten Anleihe (15. Serie) 1961–86 über lfr. 100 000 000 zu 5¼%, entsprechend einem Nominalbetrag von GFr. 823 000 zum Umrechnungskurs per Ende März 1985 – Zahlungen im Gegenwert von rund GFr. 66 000 für Tilgungen und Zinsen entgegengenommen; das noch nicht getilgte Kapital hat sich daher bis zum Ende des Geschäftsjahres auf den Gegenwert von annähernd GFr. 62 000 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 die Seiten 178/179 des 50. Jahresberichts verwiesen.

#### **5. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion**

In der Verwaltungsratssitzung vom 18. Juni 1984 gab der Vorsitzende, Herr Dr. Fritz Leutwiler, bekannt, daß er aufgrund seines Entschlusses, sein Amt als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank Ende Dezember 1984 niederzulegen, mit Wirkung vom gleichen Tage als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zurücktreten werde. Herr Dr. Leutwiler hatte diese beiden Funktionen seit dem 1. Januar 1982 ausgeübt.

In der darauffolgenden Verwaltungsratssitzung vom 10. Juli 1984 sprach Herr Prof. Paolo Baffi in seiner Eigenschaft als amtsältestes Verwaltungsratsmitglied Herrn Dr. Leutwiler für sein hervorragendes Wirken im Dienste der Bank den aufrichtigsten Dank aus. Der Verwaltungsrat wählte sodann gemäß Artikel 38 der Statuten Herrn Jean Godeaux, Gouverneur der Belgischen Nationalbank, mit Wirkung vom 1. Januar 1985 für eine Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der BIZ.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Gabriel Lefort demnächst sein Amt als Stellvertreter von Herrn Renaud de la Genière zur Verfügung stellen werde. Der Vorsitzende dankte Herrn Lefort für seine wertvolle Arbeit für die Bank.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. September 1984 wurde Herr Prof. Baffi, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 7. November 1984, gemäß

Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Dr. Carlo Azeglio Ciampi, dem Gouverneur der Bank von Italien, für eine weitere Periode von drei Jahren bis 7. November 1987 wiederernannt.

In derselben Sitzung teilte der Vorsitzende mit, daß – für den Fall der Abwesenheit von Herrn Jacques Waitzenegger, dem Nachfolger von Herrn Lefort – Herr de la Genière zu seinem Stellvertreter Herrn Francis Cappanera ernannt hatte.

Herr Michel Camdessus übernahm im November 1984 von Herrn de la Genière das Amt des Gouverneurs der Bank von Frankreich und damit ex officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1984 drückte der Vorsitzende Herrn de la Genière die Anerkennung aller Verwaltungsratsmitglieder für seine hervorragenden Leistungen während seiner fünfjährigen Amtszeit aus.

Ebenfalls in der Dezembersitzung wurde Herr Pierre Languetin, der die Nachfolge von Herrn Dr. Leutwiler als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank angetreten hatte, gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für die am 31. März 1986 endende Restlaufzeit des Mandats von Herrn Dr. Leutwiler in den Verwaltungsrat gewählt.

Ferner wurde Herr Dr. Johann Schöllhorn, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. Dezember 1984 abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Karl Otto Pöhl, dem Präsidenten der Deutschen Bundesbank, für eine weitere Periode von drei Jahren bis 31. Dezember 1987 in den Verwaltungsrat berufen.

Des weiteren gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Ciampi als Nachfolger von Herrn Dr. Giovanni Magnifico – im Falle der Abwesenheit von Herrn Dr. Lamberto Dini – Herrn Dr. Masera zu seinem Stellvertreter ernannt hatte. Der Vorsitzende dankte Herrn Dr. Magnifico für seine wertvolle Arbeit für die Bank.

Im Februar 1985 wurde Baron de Strycker, dessen Verwaltungsratsmandat am 28. Februar abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Godeaux für eine weitere Periode von drei Jahren bis 29. Februar 1988 in den Verwaltungsrat berufen.

Herr Dr. W. F. Duisenberg, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. März 1985 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 12. März 1985 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 für weitere drei Jahre bis 31. März 1988 in den Verwaltungsrat gewählt.

Herr Dr. Günther Schleiminger, Generaldirektor der Bank seit 1. März 1981, trat am 30. April 1985 in den Ruhestand. In der Sitzung vom 15. April 1985 brachte der Vorsitzende im Namen aller Verwaltungsratsmitglieder Herrn Dr. Schleiminger den tiefempfundenen Dank für die überaus verdienstvolle Ausübung seines verantwortungsvollen Amtes zum Ausdruck und sprach ihm für sein überragendes Können, das er bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben bewiesen hat, die aufrichtige Anerkennung des Verwaltungsrats aus.

Herr Alexandre Lamfalussy, der seit dem 1. März 1981 als Beigeordneter Generaldirektor der Bank gewirkt hatte, übernahm gemäß der in der Sitzung vom

13. November 1984 erfolgten formellen Ernennung durch den Verwaltungsrat am 1. Mai 1985 als Nachfolger von Herrn Dr. Schleiminger das Amt des Generaldirektors. Ebenfalls mit Wirkung vom 1. Mai 1985 übernahm Herr R. T. P. Hall, der seit 1. Januar 1974 die Bankabteilung geleitet hatte, das Amt des Beigeordneten Generaldirektors; Herr Remi Gros, Direktor seit 1. April 1981, wurde Chef der Bankabteilung, und Herr Dr. Horst Bockelmann wurde zum Volkswirtschaftlichen Berater und Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung ernannt.

\* \* \*

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Dr. Donato Menichella am 23. Juli 1984, von Herrn M. J. Babington Smith am 26. Oktober 1984 und von Herrn Olivier Wormser am 16. April 1985. Herr Dr. Menichella hatte dem Verwaltungsrat von August 1948 bis Dezember 1974 angehört, die ersten zwölf Jahre als Gouverneur der Bank von Italien ex officio und die letzten vierzehn Jahre gemäß Artikel 27 Ziffer 2. Herr Babington Smith war von April 1965 bis Februar 1974 Verwaltungsratsmitglied gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten gewesen. Herr Wormser hatte als Gouverneur der Bank von Frankreich dem Verwaltungsrat ex officio von April 1969 bis Juni 1974 angehört.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Das vorrangige Ziel der Wirtschaftspolitik in den westlichen Industrieländern insgesamt gesehen liegt auf der Hand: den Prozeß der wirtschaftlichen Erholung in Gang zu halten. Dies ist die Vorbedingung für die Lösung der meisten anderen Probleme, sei es in den einzelnen Volkswirtschaften, sei es in der Weltwirtschaft im ganzen. Worauf es letztlich ankommt, um dieses Ziel zu erreichen, ist wohl ebenfalls kaum umstritten. Will man ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum, so muß unter den gegenwärtigen Bedingungen zwei Problembereichen besondere Beachtung geschenkt werden. Zum einen sollte man sich auf keine Politik einlassen, die die Inflation neu entfachen könnte; vielmehr sollte die Wirtschaftspolitik – um es positiver auszudrücken – darauf zielen, weitere Fortschritte bei der Stabilisierung des Preisniveaus zu erreichen. Zum anderen muß bedacht werden, daß stetiges wirtschaftliches Wachstum seine Grundlage nicht in einem auf Dauer unhaltbaren Zahlungsbilanz- und Wechselkursgefüge haben kann; man wird also – wiederum ins Positive gewendet – Maßnahmen ergreifen müssen, mit denen das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA allmählich abgebaut wird. Diese beiden Vorbedingungen für ein dauerhaftes Wachstum lassen sich sicher nicht leicht erfüllen. So verwundert es denn auch nicht, daß es zu Meinungsverschiedenheiten kommt, sobald konkrete Maßnahmen vorgeschlagen werden, mit denen die einzelnen Länder zur Erreichung der allgemein akzeptierten vorrangigen Ziele der Wirtschaftspolitik beitragen könnten.

Ein solch wichtiger Punkt, über den Uneinigkeit herrscht, ist der Beitrag, den die USA selbst leisten könnten, um ihre außenwirtschaftliche Lage den Erfordernissen anzupassen; dabei geht es insbesondere um wirtschaftspolitische Maßnahmen, mit denen der Kurs des Dollars allmählich auf ein angemesseneres Niveau zurückgeführt würde. Von möglichen Interventionen an den Devisenmärkten, auf die weiter unten eingegangen wird, einmal abgesehen, stehen zwei analytische Probleme im Mittelpunkt der Diskussion: Ist das Zinsgefälle zugunsten des Dollars ein wichtiger Einflußfaktor für die Aufwertung und das hohe Kursniveau der amerikanischen Währung? Und: Ist die Höhe der Zinsen auf den dortigen „policy mix“ zurückzuführen, d.h. auf das Zusammentreffen eines steigenden „strukturellen“ Budgetdefizits mit einer nicht akkommodierenden Geldpolitik?

Beide Fragen werden in diesem Bericht bejaht. Zugleich wird freilich nicht verkannt, daß der Kurs des Dollars wohl auch von dem sehr viel größeren Vertrauen in die künftige Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft, von Zweifeln über die wirtschaftliche oder politische Entwicklung in anderen Teilen der Welt und von Portefeuilleumschichtungen beeinflusst worden sein dürfte, zu denen es im Zuge der Liberalisierung der Kapitalmärkte in Ländern wie Japan gekommen ist. Auch wird nicht ausgeschlossen, daß neben dem Budgetdefizit auch andere inländische Faktoren – wie die steuerliche Abzugsfähigkeit eines großen Teils der Zinsaufwendungen,



höhere erwartete Unternehmenserträge und vielleicht auch fortbestehende Inflationserwartungen – für das Niveau der US-Zinsen von Bedeutung gewesen sind. Dies zuzugestehen heißt freilich nicht, daß das eigentliche Argument unhaltbar wird. Es geht hier um das Gewicht, das den einzelnen Faktoren beizumessen ist, und nicht darum, sich gegenseitig ausschließende Erklärungen anzubieten.

Dem Zinsgefälle kommt bei der Erklärung der Dollarstärke aus zwei Gründen große Bedeutung zu. Der erste Grund ist in dem allgemein akzeptierten ökonomischen Sachverhalt zu sehen, daß der Ertrag eines Vermögenswertes Einfluß auf die diesbezügliche Nachfrage hat – insbesondere, wenn dessen Qualität am Markt als ebensogut oder sogar besser eingeschätzt wird als die alternativer Anlagen. Der zweite Grund liegt im statistischen Bereich. Der amerikanischen Zahlungsbilanzstatistik läßt sich entnehmen, daß die Kapitalimporte in die USA zum überwiegenden Teil auf finanzielle Transaktionen der Banken und andere äußerst zinsreagible Kapitalströme beruhten. Demgegenüber liefert die Statistik kaum Anhaltspunkte dafür, daß Kapital in erster Linie wegen der verbesserten Gewinnaussichten im Unternehmensbereich in die USA transferiert worden ist: Soweit erkennbar, haben Direktinvestitionen und der Erwerb von Anteilskapital per saldo keine größere Rolle bei den Kapitalzuflüssen in die USA gespielt. Auch deuten die Angaben über die Unternehmensgewinne nicht darauf hin, daß die Gewinnmargen in den USA generell schneller zugenommen oder ein wesentlich höheres Niveau erreicht haben als in einigen anderen wichtigen Industrieländern.

Aus all dem folgt freilich nicht, daß man einen engen und unveränderlichen Zusammenhang zwischen dem Niveau bzw. der Veränderung des Dollarkurses einerseits und der Höhe bzw. der Veränderung der Zinsdifferenzen andererseits erwarten könnte. Zu gewissen Zeiten mögen Erwartungen hinsichtlich der künftigen Wechselkursentwicklung – losgelöst von den zugrundeliegenden wirtschaftlichen Tatbeständen und sogar der Höhe der Zinsen bzw. ihrer Veränderung – zu einem selbständigen Einflußfaktor werden. Daß es dazu kommt, ist insbesondere dann wahrscheinlich, wenn sich die Währung über längere Zeit hinweg auf- oder abgewertet hat. In der Vergangenheit lassen sich zahlreiche Beispiele dafür finden, daß Preise bestimmter Vermögenswerte eine eigenständige Entwicklung genommen haben, d. h. daß sie auf ein Niveau gestiegen oder gefallen sind, das von den zugrundeliegenden Tatbeständen her nicht gerechtfertigt war (im allgemeinen nach einem längeren Anstieg oder Rückgang im Anschluß an eine vollauf gerechtfertigte Neu-einschätzung der voraussichtlichen Renditen). Zu solch spekulativen Übertreibungen ist es anscheinend auch in den Wintermonaten 1984/85 gekommen, als sich der Kursanstieg des Dollars fortsetzte, obwohl insbesondere die Differenz zu den kurzfristigen DM-Zinsen abnahm. Trotz dieser Annäherung der Zinsen *bestand* allerdings *weiterhin* ein Zinsgefälle, das am langen Ende des Marktes recht erheblich war und den Wechselkurs des Dollars nach wie vor beträchtlich gestärkt hat.

Dafür, daß auch die amerikanische Finanzpolitik wesentlich dazu beigetragen hat, die langfristigen Zinsen in den USA auf hohem Niveau zu halten, lassen sich ebenfalls mehrere Begründungen anführen. Zunächst einmal ist zwar mit der monetären Komponente des „policy mix“ in den USA aus gutem Grund versucht worden, die gesamte Kreditnachfrage und damit auch den Finanzbedarf des öffentlichen Sektors nicht zu akkommodieren, gleichwohl kann die Geldpolitik im Endergebnis

aber kaum als ausgesprochen restriktiv eingestuft werden. Die trendmäßigen Zuwachsraten der verschiedenen monetären Gesamtgrößen lagen nicht so niedrig, und die (nominalen) kurzfristigen Zinsen sind inzwischen wieder auf ihr Niveau vom Sommer 1978 gesunken. Auf der anderen Seite hat der nicht konjunkturbedingte oder „strukturelle“ Teil des amerikanischen Budgetdefizits in den letzten drei Jahren äußerst rasch zugenommen, und zwar so sehr, daß sein Anstieg den erheblichen Rückgang des konjunkturbedingten Teils des Defizits mehr als aufgewogen hat. Da gleichzeitig die Kreditnachfrage des privaten Sektors zunahm, ohne daß sich die Sparquote des Unternehmenssektors oder der privaten Haushalte erhöht hätte, führte dies letztlich dazu, daß der Anstieg des Budgetdefizits beinahe genau mit dem Anstieg des Defizits in der Leistungsbilanz – und d.h. der Nettokapitalzuflüsse – übereinstimmte. Wenn es nicht zu grundlegenden Änderungen auf der Ausgaben- oder Einnahmenseite bzw. beiden kommt, wird der „strukturelle“ Teil des Budgetdefizits in den USA – und das ist vielleicht das ausschlaggebende Argument – in den nächsten Jahren nicht nur bestehen bleiben, sondern weiter zunehmen. Mit unaufhaltsam weitersteigenden Nettozinszahlungen der USA an das Ausland aber scheint am Horizont die Gefahr eines strukturellen Defizits in der Zahlungsbilanz auf. Diese außergewöhnlichen Tatbestände reichen wohl schon für sich genommen aus, um zu erklären, warum die langfristigen Zinsen trotz der eindrucksvollen Erfolge an der Inflationsfront so beharrlich hoch geblieben sind.

Aus all dem folgt, daß die reibungslose Entflechtung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts in den USA zunächst und in erster Linie einen grundlegenden Wandel in der amerikanischen Finanzpolitik voraussetzt, nämlich eine Reihe von Maßnahmen, mit denen die strukturelle Deckungslücke im US-Haushalt allmählich beseitigt wird. Eine sofortige drastische Verringerung des Defizits ist offensichtlich nicht möglich. Dies wäre auch nicht erstrebenswert, weil dadurch in den USA ein frühzeitiger Wirtschaftsabschwung ausgelöst werden könnte. Vielmehr kommt es darauf an, daß sich Regierung und Kongreß unverzüglich und in glaubwürdiger Weise auf ein Bündel von einschneidenden Maßnahmen zum Abbau des Defizits einigen, mit denen die Deckungslücke sofort um einen zu Buche schlagenden Betrag zurückgeführt würde, die mit der Konsolidierung verbundenen Effekte im übrigen aber über einen längeren Zeitraum verteilt würden. Da die Finanzmärkte – insbesondere in den USA – mehr und mehr von Erwartungen beherrscht werden, kann man mit gutem Grund darauf vertrauen, daß die aus der Verkündung eines solchen Programms resultierenden zinssenkenden Effekte (vor allem am langen Ende des Marktes) auf kürzere Sicht den möglicherweise dämpfenden Einfluß des Defizitabbaus auf die Wirtschaftsaktivität kompensieren. Auf längere Sicht könnte man zudem erwarten, daß eine mit „soft landing“ zu umschreibende Entwicklung sehr viel wahrscheinlicher wird. Ein solches Szenarium würde implizieren, daß sich das Wirtschaftswachstum in den USA etwas abschwächt, die amerikanischen Zinsen ebenso wie der Kurs des Dollars weiterhin deutlich zurückgehen und inländische Nachfrage durch solche des Auslands ersetzt wird.

Wie verhält es sich nun aber mit dem Beitrag der übrigen Industrieländer zu einem stetigen Wirtschaftswachstum? Dies ist der zweite Bereich, in dem die Meinungen alles andere als einhellig sind, obwohl hier vielleicht eine gewisse Annäherung der Auffassungen zu verzeichnen ist.

Was zunächst den Ausgangspunkt der Analyse angeht, so ist man sich hier noch weitgehend einig. Damit die Industrieländer insgesamt auf einem Wachstumspfad von 3 bis 3½% bleiben (verglichen mit außergewöhnlichen und auf Dauer nicht erreichbaren 5% im Jahre 1984), müßte ein „soft landing“ der US-Wirtschaft mit einer gewissen Verstärkung des Wachstums der Inlandsnachfrage in den anderen Industrieländern einhergehen. Ohne eine solche Beschleunigung hätte ein schrumpfendes Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz – von einer Rückkehr zu außenwirtschaftlichem Gleichgewicht ganz zu schweigen – notwendigerweise nicht nur in den USA, sondern auch in den anderen Industrieländern ein schwächeres Wirtschaftswachstum zur Folge. Damit es tatsächlich zu der möglichen Ausweitung der US-Exporte kommt, muß andernorts die Nachfrage nach diesen Gütern zunehmen.

Um dies zu erreichen – darüber besteht wohl allgemein Übereinstimmung –, ist es erforderlich, protektionistische Handelshemmnisse zu begrenzen und vielleicht sogar abzubauen. Hierin ist grundsätzlich ein wichtiges Ziel der Wirtschaftspolitik zu sehen, das zu verfolgen aber besonders in der gegenwärtigen Situation wichtig sein könnte, weil ein dauerhaftes Wachstum auch davon abhängt, daß sich die Struktur des internationalen Handels erheblich wandelt. Wie aber soll es dazu kommen, wenn die Verschiebungen in den internationalen Handelsströmen, die aus entsprechenden Veränderungen der Wechselkurse resultieren sollten, durch administrative oder sonstige Hürden für Importe behindert werden? Im Klartext: Wie sollen die USA zu einem Gleichgewicht in der Leistungsbilanz zurückfinden, ohne den Welthandel in verhängnisvoller Weise zu beeinträchtigen, wenn – als wichtigstes Beispiel – der Leistungsbilanzüberschuß Japans nicht dadurch abgebaut werden kann, daß Japan erheblich mehr importiert? Und könnte dies einfach dadurch erreicht werden, daß sich der Dollar gegenüber dem Yen abwertet?

Eine gewisse Annäherung der Standpunkte ist schließlich auch hinsichtlich der Notwendigkeit zu beobachten, in Westeuropa finanzpolitische „disincentives“, gesetzliche Hindernisse sowie alle möglichen störenden Eingriffe seitens der Regierung bzw. der Behörden zu beseitigen oder – sofern man damit bereits begonnen hat – auf diesem Weg fortzufahren; all dies behindert die volle Entfaltung der Investitionstätigkeit, und zwar auch in einer Situation, in der aufgrund steigender Unternehmenserträge die Sachkapitalbildung wieder lohnender geworden ist.

Erhebliche Meinungsverschiedenheiten gibt es freilich bei der Frage, ob drei große Länder – Japan, Deutschland und Großbritannien –, die nur noch ein niedriges oder vielleicht gar kein „strukturelles“ Budgetdefizit mehr aufweisen, sich auf einen expansiveren finanzpolitischen Kurs einlassen sollten. Vor dem Hintergrund der Erfolge, die diese Länder beim Abbau der öffentlichen Defizite und bei der Eindämmung des Preisauftriebs (letzteres insbesondere in Deutschland und Japan) erzielt haben, ist die Ansicht vertreten worden, daß frühzeitige Steuersenkungen durchaus mit den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen in Einklang stünden und darüber hinaus in wünschenswerter Weise direkt die Binnen- wie auch die Importnachfrage anregen würden. Die Regierungen in allen drei Ländern haben es bisher aber abgelehnt, einen solchen wirtschaftspolitischen Kurs einzuschlagen. Die Argumente, mit denen diese Ablehnung begründet worden ist, lassen sich in vier Punkten zusammenfassen.

Erstens bezweifelt man, daß die Arbeitslosigkeit rein konjunkturell bedingt ist; man ist vielmehr davon überzeugt, daß ein erheblicher Teil der Arbeitslosigkeit struktureller Natur ist und seine Ursachen in dem ausufernden öffentlichen Sektor, hohen Reallöhnen und Marktrigiditäten zu sehen sind. Welche Bedeutung könne man unter solchen Umständen noch einem finanzpolitischen Vollbeschäftigungsgleichgewicht beimessen? Zweitens wird betont, daß die Chancen, ein Defizit – hat man es erst einmal wieder erhöht, und sei es ausschließlich über Steuersenkungen – wieder unter Kontrolle bringen zu können, falls dies notwendig wird, nur gering sind. Aufgrund des politischen Prozesses seien Geschwindigkeit und Leichtigkeit, mit denen expansive bzw. restriktive Finanzpolitik betrieben wird, notwendigerweise asymmetrisch. Ein Defizit abzubauen sei immer ein langsamerer und schmerzhafterer Prozeß, als es auszuweiten, und man könne deshalb bezweifeln, daß es dazu kommen wird. Wirtschaftspolitische Praktiker, die diesen Punkt hervorheben, verweisen auf die fast generelle historische Erfahrung und dabei auch auf die jüngste Bestätigung ihrer Befürchtungen: die Schwierigkeiten, denen sich die USA bei den Versuchen ausgesetzt sehen, das Defizit zurückzuführen. Drittens wird darauf verwiesen, daß die Marktteilnehmer sich dieser Asymmetrie sehr wohl bewußt seien. Sie würden deshalb zu der Ansicht neigen, daß jede höhere Defizite in Kauf nehmende Politik letztlich inflationäre Effekte haben wird, und zwar in erster Linie, weil dieses Defizit früher oder später durch eine akkommodierende Geldpolitik wird finanziert werden müssen.

Das vierte Argument bezieht sich auf außenwirtschaftliche Zwänge und wird von der historischen Erfahrung in einer Reihe von Ländern gestützt, in jüngster Zeit in Frankreich in den Jahren 1981/82 und in Deutschland im Zeitraum 1979/80. Finanzpolitische Maßnahmen mit dem Ziel, die heimische Wirtschaft anzukurbeln, führten zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz und dürften sehr wahrscheinlich die Währung des betreffenden Landes unter Druck setzen. Dabei wird natürlich nicht verkannt, daß Verschiebungen in der Leistungsbilanz eines der zu erreichenden Ziele sind. Der Hinweis auf außenwirtschaftliche Sachzwänge geht jedoch weiter. Danach ist es äußerst unwahrscheinlich, daß entgegengerichtete autonome Kapitalströme den von der Verschlechterung der Leistungsbilanz auf den Wechselkurs ausgehenden Druck ausgleichen; daraus erklärten sich die Befürchtungen hinsichtlich einer Abwertung der Währung. Darüber hinaus könne das Ausbleiben bzw. die Schwäche der autonomen Kapitalzuflüsse bedeuten, daß der aus dem vergrößerten Haushaltsdefizit resultierende Zinsauftrieb im Inland nicht durch eine Verschuldung im Ausland gemildert wird. Die Anreize für eine Ausweitung der Unternehmensinvestitionen würden deshalb geschwächt. Mit anderen Worten: Die gegenwärtigen Erfahrungen in den USA ließen sich nicht einfach „exportieren“; keine Regierung außer jener der USA könne die Annahme, daß es zu dauerhaften autonomen Kapitalimporten kommen wird, als sichere Basis für eine expansive Finanzpolitik nehmen. Dies sei ein anderes – diesmal geographisches – Beispiel für eine bedeutsame Asymmetrie auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik.

In der Tat handelt es sich hierbei um gewichtige Argumente, mit denen klar auf die Schwierigkeiten hingewiesen wird, die allen Versuchen, wirtschaftspolitische Maßnahmen weltweit zu koordinieren, innewohnen. Sie anzuerkennen heißt freilich nicht, die Aussichten für die Weltwirtschaft in zu düsteren Farben zu malen. Eine

internationale Feinststeuerung ist ebenso riskant wie die Feinststeuerung auf nationaler Ebene und deshalb ebenfalls in Gefahr, gegenteilige als die erstrebten Effekte auszulösen. Wann und mit welcher Intensität die US-Wirtschaft auf wirtschaftspolitische Maßnahmen zum Abbau des Haushaltsdefizits, wie sie in diesem Bericht befürwortet werden, reagiert, kann keinesfalls genau vorhergesagt werden. Wenn auch nach wie vor alles für eine international abgestimmte Politik spricht, so könnte es doch zu einer gefährlichen Entwicklung kommen, würde man in einigen großen Ländern im Vertrauen auf kurzfristige Effekte einen expansiven finanzpolitischen Kurs in der Hoffnung einschlagen, damit den Gegenpart zu einem zeitlich gestreckten, bis jetzt freilich noch unsicheren Prozeß der Haushaltskonsolidierung in den USA zu übernehmen.

Dies heißt nicht, daß die internationalen Auswirkungen der nationalen Wirtschaftspolitik nicht berücksichtigt werden sollten oder daß ihnen in einigen Fällen nicht sogar vorrangig Beachtung geschenkt werden sollte. Die gegen die Feinststeuerung vorgebrachten Bedenken sollen nur deutlich machen, daß – so wie die binnenwirtschaftliche Politik mittel- oder längerfristig angelegt werden sollte, falls nicht gerade eine Finanzkrise droht – auch die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik nicht zu kurzfristig konzipiert sein sollte. Dabei bleiben Maßnahmen, mit denen das strukturelle Budgetdefizit der USA nach und nach abgebaut wird, ein vorrangiges Ziel, und zwar sowohl aus binnenwirtschaftlichen Gründen als auch im Interesse eines besseren Gleichgewichts in der Weltwirtschaft. Der beste Beitrag, den die europäischen Länder zur Verbesserung ihrer Wachstumsaussichten und damit auch für die Weltwirtschaft leisten können, besteht darin, ihre Bemühungen, strukturelle Rigiditäten zu beseitigen, erheblich zu verstärken und dabei vielleicht sogar bis an die Grenzen des Möglichen zu gehen. In diesem Zusammenhang wird es auch darauf ankommen, die Staatsquote weiter zu senken. Im Gleichschritt mit dieser Entwicklung – und nicht bereits lange vorweg – sollte auch die Abgabenbelastung reduziert werden.

Was könnte nun auf monetärem Gebiet oder, allgemeiner gesprochen, seitens der Währungsbehörden geschehen, um solch eine mittelfristig angelegte Politik zu unterstützen?

Zunächst einmal und in erster Linie sollte die Geldpolitik weiterhin darauf zielen, die Inflationsraten noch weiter herunterzubringen. Für die Länder mit frei schwankenden Wechselkursen heißt dies, die Geldmengenziele so zu bemessen, daß ein dauerhaftes reales Wachstum bei weiter rückläufigen Teuerungsraten möglich ist. Für die anderen Länder, insbesondere die kleineren Länder im Europäischen Währungssystem, könnte der Wechselkurs das direkte Ziel oder doch zumindest ein disziplinierendes Element sein.

Allerdings sind bei diesen Vorschlägen, die inzwischen im Grunde genommen zum Allgemeingut geworden sind, zwei Einschränkungen erforderlich. Die erste rührt von der Verbreitung finanzieller Innovationen und dem Schwinden der Unterscheidungsmerkmale zwischen Instrumenten wie Institutionen her. Dies macht eine Geldpolitik über Zielvorgaben nicht einfacher, und zwar sowohl, was die Definition des Ziels als auch sein Erreichen angeht. Ein ein für allemal definiertes Geldmengenziel wöchentlich, monatlich oder auch vierteljährlich genau erreichen zu

wollen, ist inzwischen zu einem noch unrealistischeren Vorhaben geworden, als es bereits früher war. Es wäre freilich ein Fehler, würde man das Kind mit dem Bade ausschütten. Anzustreben ist nämlich nach wie vor, das Geldmengenziel auf etwas längere Sicht zu erreichen, wobei die Zielvorgabe geändert werden sollte, wenn dies aufgrund sich wandelnder institutioneller und ökonomischer Rahmenbedingungen notwendig ist. Ständig von Fall zu Fall zu entscheiden würde – gelinde gesagt – nicht dazu beitragen, der Ungewißheit entgegenzuwirken und die Inflationserwartungen abzubauen. Bestimmte Regeln, sei es in Form eines Geldmengen-, sei es in Form eines Wechselkursziels, sind erforderlich, um den stark schwankenden Erwartungen der Marktteilnehmer einen Orientierungspunkt zu geben, das Handeln der geldpolitischen Instanzen berechenbarer zu machen (das gilt auch für die Entscheidung, vom vorgegebenen Ziel abzugehen) und ihnen Einflußmöglichkeiten gegenüber Regierung und Parlament in die Hand zu geben.

Die andere Einschränkung hat mit der Hoffnung zu tun, die auf die Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung gesetzt werden kann. In den letzten Jahren ist in diesem Jahresbericht stets die Auffassung vertreten worden, daß eine in der hier vorgeschlagenen Art und Weise betriebene Geldpolitik für einen erfolgreichen Kampf gegen die Inflation zwar notwendig, aber keinesfalls hinreichend ist. Um die Gefahr zu minimieren, daß sich das abschwächende monetäre Wachstum auf die reale Erzeugung und nicht auf die Preise auswirkt, muß der Prozeß der Preis- und Lohnbildung in beide Richtungen flexibler und anpassungsfähiger gestaltet werden. Eine Möglichkeit wäre, die Entlohnung – zumindest teilweise – an die schwankende Ertragslage des einzelnen Unternehmens zu koppeln, ähnlich wie dies mit den Bonuszahlungen und der Überstundenregelung in Japan geschieht, wo Schwankungen der Arbeitsentgelte vor dem Hintergrund relativ sicherer Arbeitsplätze zu sehen sind. Die diesbezüglichen Regelungen haben vielleicht mit dazu beigetragen, daß es Japan besser als anderen Industrieländern gelungen ist, sowohl ein hohes Beschäftigungsniveau als auch praktisch Preisniveaustabilität zu erhalten. Nur wenn sich die gegenwärtige Praxis so weitgehend ändert, wäre es wohl möglich, daß es über den Preis zu mehr Beschäftigung kommt und die Arbeitslosigkeit allmählich abgebaut wird. Die Erfolgsmeldungen von der Inflationsfront sollten jedenfalls nicht die Aufmerksamkeit davon ablenken, daß hinsichtlich des Prozesses der Preis- und Lohnbildung weitreichende Veränderungen dringend erforderlich sind.

Zweitens sind die Währungsbehörden dafür verantwortlich (in einigen Ländern zusammen mit anderen Regierungsstellen), daß die Stabilität des Finanzsystems erhalten bleibt. Geldpolitik über Zielvorgaben kann, wenn sie pragmatisch betrieben wird, mit zur Erreichung dieses Ziels beitragen, indem nämlich in das makroökonomische Rahmenwerk ein Element der Stabilität eingebaut wird und indem inflationäre Ungleichgewichte – einer der Hauptgründe für finanzielle Instabilitäten – bekämpft werden. Von den geldpolitischen Instanzen wäre darüber hinaus zu erwarten, daß sie den Märkten in Zeiten finanzieller Anspannungen die erforderliche Liquidität zur Verfügung stellen, wie dies auch bereits in der Vergangenheit stets geschehen ist. Den gegenwärtigen Erfordernissen ist damit freilich noch nicht genügend Rechnung getragen. Erstens muß der komplizierte Prozeß von Innovation, Entspezialisierung und Deregulierung genau unter Kontrolle gehalten werden,

damit sichergestellt ist, daß er sich in geordneten Bahnen und in ausgewogener Weise vollzieht und nicht ganze Gruppen von Finanzmittlern sich plötzlich einem zerstörerischen Druck ausgesetzt sehen. Ein zweites Erfordernis besteht darin, die Transparenz der Märkte zu erhalten oder wiederherzustellen und auch die Operationen einzelner Institutionen überschaubar zu machen, indem der Informationsstand all jener verbessert wird, die von den sich ändernden Strukturen der Finanzintermediation sowie den damit verbundenen neuen Risiken betroffen sind. Drittens sind die Grundsätze, nach denen die Aufsichtsbehörden arbeiten, der durch rasche Innovation und stärkere Konkurrenz gekennzeichneten Entwicklung anzupassen. Und viertens müssen wegen des inzwischen hohen Grades der weltweiten finanziellen Verflechtungen all diese Bemühungen auf internationaler Ebene koordiniert werden. Wenn es auch in all diesen Punkten bereits Fortschritte gegeben hat, so sollten die künftigen Aufgaben doch nicht unterschätzt werden.

Den dritten Bereich, in dem die Währungsbehörden die mittelfristige Stabilisierungspolitik etwas unterstützen (wohlgemerkt: *etwas unterstützen*) können, bilden Devisenmarktinterventionen. Interventionen an den Devisenmärkten, selbst wenn sie in größerem Umfang durchgeführt werden, haben für sich genommen in der Regel keinen dauerhaften Einfluß auf den Trend oder das Niveau der Wechselkurse. Gleichwohl können sie in zwei Fällen nützlich sein. Zum einen dann, wenn sie flankierend zu einem Kurswechsel der inländischen Wirtschaftspolitik durchgeführt werden, so daß schon die Ankündigungseffekte die durch die geänderte Politik ausgelösten Wechselkursbewegungen unterstreichen oder verstärken. Dies ist das wohlbekannte Argument, daß man Worten auch Taten folgen lassen sollte. Zweitens können Interventionen dann eine sehr heilsame Wirkung haben, wenn sich die Spekulation an den Devisenmärkten weitgehend in eine Richtung bewegt und die Gegenspekulation nicht mehr ausgleichend wirkt. Unter solch außergewöhnlichen Umständen können Devisenmarktinterventionen größeren Umfangs, wenn sie international gut koordiniert sind und insbesondere der Zeitpunkt günstig gewählt ist, die Marktteilnehmer deutlich darauf hinweisen, daß sich Wechselkurse sehr wohl in beide Richtungen bewegen können. Dies kann die Funktionsfähigkeit des Marktes erhöhen und spekulativen Übertreibungen entgegenwirken, die andernfalls möglicherweise über Wochen oder Monate andauern würden – wenngleich dabei wahrscheinlich für eine gewisse Zeit stärkere Ausschläge der Wechselkurse von Tag zu Tag in Kauf genommen werden müssen.

Dies vorausgeschickt, sollte nicht verkannt werden, daß die in diesem Bericht über das internationale Wechselkursmanagement angestellten Überlegungen recht maßvoll sind; manchem mögen sie – was ihre erwarteten Wirkungen angeht – zu optimistisch erscheinen. Letztlich laufen sie lediglich darauf hinaus, daß eine ausgewogenere heimische Wirtschaftspolitik den Dollar allmählich auf ein haltbareres Niveau bringen sollte, wobei Interventionen an den Devisenmärkten übermäßige spekulativ bedingte Kursausschläge abfedern könnten. Aber selbst wenn man auf diesem Wege gewisse Fortschritte erzielen würde, blieben einige grundlegende Fragen immer noch unbeantwortet. Müssen wir mittelfristig weiterhin mit exzessiven Veränderungen der realen Wechselkurse leben, für die die Aufwertung des Dollars über vier Jahre hinweg nur ein Beispiel ist? Sollte man auch künftig kurzfristige Kursausschläge tolerieren, die in den letzten Monaten in der Tat ein vorher nicht gekanntes

Ausmaß angenommen haben? Sind diese Phänomene unvermeidbare Begleiterscheinungen einer in finanzieller Hinsicht integrierten Welt, in der Devisenmarkttransaktionen nunmehr von den Erwartungen bestimmt werden, die sich ihrerseits aufgrund rasch aufeinanderfolgender neuer Informationen bilden? Was kann man, falls dem nicht so ist, gegen sie unternehmen? Dies sind schwierige Fragen, auf die es keine eindeutigen Antworten gibt, und so ist denn auch in diesem Bericht nicht versucht worden, sie zu beantworten. Zurückhaltung ist dabei in voller Absicht geübt worden; denn solange in der westlichen industrialisierten Welt solch große Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanzstruktur und im Wechselkursgefüge existieren, ist kaum zu entscheiden, inwieweit die beiden oben erwähnten Phänomene einfach auf eben diese Ungleichgewichte und die dahinterstehenden wirtschaftspolitischen Unausgewogenheiten zurückzuführen sind und inwieweit sie sich auf mehr „systematische“ Weise erklären lassen. Im Laufe der künftigen Entwicklung dürfte es freilich unumgänglich werden, sich weiter mit diesen Problemen auseinanderzusetzen.

A. LAMFALUSSY  
Generaldirektor



**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1985**

**BILANZ VOM**

(vor und nach Verwendung)

**AKTIVA**

		<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..		5 021 369 537
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ... ..		5 197 514
<b>Schatzwechsel</b> ... ..		452 493 140
<b>Terminguthaben und Kredite</b>		
Gold		
bis zu 3 Monaten ... ..	76 952 092	
Währungen		
bis zu 3 Monaten ... ..	12 492 512 127	
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>2 101 729 108</u>	
		14 671 193 327
<b>Sonstige Wertpapiere</b>		
bis zu 3 Monaten ... ..	1 507 820 330	
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 177 337 618</u>	
		2 685 157 948
<b>Verschiedenes</b> ... ..		16 505 915
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..		<u>1</u>
		<u>22 851 917 382</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 1985: 44 328 840 Goldfranken.		

**31. MÄRZ 1985**

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
<b>Stammkapital</b>			
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken	<u>1 500 000 000</u>		
Begeben: 473 125 Aktien	<u>1 182 812 500</u>		
mit 25%iger Einzahlung		295 703 125	295 703 125
<b>Reserven</b>			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	477 552 793		499 552 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds	21 530 055		21 530 055
Freier Reservefonds	<u>263 330 236</u>		<u>296 330 236</u>
		792 483 397	847 483 397
<b>Einlagen (Gold)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 287 183 741		
bis zu 3 Monaten	78 054 164		
Andere Einleger			
auf Sicht	<u>26 607 280</u>	4 391 845 185	4 391 845 185
<b>Einlagen (Währungen)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht	300 041 221		
bis zu 3 Monaten	15 064 953 975		
von mehr als 3 Monaten	1 373 455 406		
Andere Einleger			
auf Sicht	11 325 356		
bis zu 3 Monaten	172 983 884		
von mehr als 3 Monaten	<u>7 753 056</u>	16 930 512 898	16 930 512 898
<b>Verschiedenes</b>		373 006 144	373 006 144
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>		68 366 633	—
<b>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1985</b>		—	13 366 633
		<u>22 851 917 382</u>	<u>22 851 917 382</u>

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL**

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1985 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, 7. Mai 1985

PRICE WATERHOUSE & CO.

# GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

## für das am 31. März 1985 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... ..	85 346 777
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... ..	209 096
Direktion und Personal ... ..	10 336 054
Geschäfts- und Bürokosten ... ..	<u>3 595 193</u>
	<u>14 140 343</u>
Geschäftsertrag ... ..	71 206 434
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... ..	<u>2 839 801</u>
Reingewinn für das am 31. März 1985 abgeschlossene Geschäftsjahr ... ..	68 366 633
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>13 366 633</u>
	55 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... ..	<u>22 000 000</u>
	33 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds ... ..	<u>33 000 000</u>
	—
	<u><u>          </u></u>

# VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1985 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1984-85

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1984 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1983-84 ... ..	30 070 313	477 552 793	21 530 055	263 330 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1984-85 ... ..	<u>—</u>	<u>22 000 000</u>	<u>—</u>	<u>33 000 000</u>
Stand am 31. März 1985 laut Bilanz ... ..	<u>30 070 313</u>	<u>499 552 793</u>	<u>21 530 055</u>	<u>296 330 236</u>

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1985 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold ... ..	295 703 125	366 444 479	662 147 604
Währungen ... ..	<u>—</u>	<u>481 038 918</u>	<u>481 038 918</u>
	<u>295 703 125</u>	<u>847 483 397</u>	<u>1 143 186 522</u>

## VERWALTUNGSRAT

Jean Godeaux, Brüssel

Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Bernard Clappier, Paris

Stellvertretender Vorsitzender

Prof. Paolo Baffi, Rom

Michel Camdessus, Paris

Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom

Bengt Dennis, Stockholm

Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam

Pierre Languetin, Zürich

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. Rainer Masera, Rom

Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.

Georges Janson, Brüssel

A.D. Loehnis, London, oder

M.J. Balfour, London

Jacques Waitzenegger, Paris, oder

Francis Cappanera, Paris

## DIREKTION

Alexandre Lamfalussy

Generaldirektor

R.T.P. Hall

Beigeordneter Generaldirektor

Dr. Giampietro Morelli

Generalsekretär,

Abteilungschef

Rémi Gros

Chef der Bankabteilung

Dr. Horst Bockelmann

Volkswirtschaftlicher Berater,

Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Maurice Toussaint

Direktor

Prof. Dr. F.-E. Klein

Rechtsberater, Direktor

Dr. Warren D. McClam

Direktor

M.G. Dealtry

Direktor

Robert Chaptinél

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 Valler

Beigeordneter Direktor

Kevin J. Kearney

Beigeordneter Direktor

Dr. Kurt Spinnler

Beigeordneter Direktor