
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

61. JAHRESBERICHT



1. APRIL 1990–31. MÄRZ 1991

BASEL, 10. JUNI 1991

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

61. Jahresbericht

1. April 1990–31. März 1991

Basel, 10. Juni 1991

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
I. Eine doch nicht so friedvolle Welt	3
II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern	10
Konjunkturlage	10
Wirtschaftliche Folgen der Golfkrise	14
Entwicklung in den Industrieländern	19
<i>Die drei größten Volkswirtschaften</i>	19
<i>Übrige große Industrieländer</i>	24
<i>Die kleineren Industrieländer</i>	25
Staatsverschuldung, Staatsdefizite und öffentliche Investitionen	28
<i>Öffentliche Haushaltskonsolidierung und Staatsverschuldung</i>	28
<i>Finanzpolitische Zwänge</i>	31
<i>Zusammensetzung der Ausgaben und öffentliche Investitionen</i>	32
Ersparnisbildung in den Industrieländern und weltweite Kapitalnachfrage	34
<i>Rückgang der staatlichen Ersparnis</i>	36
<i>Rückläufige private Ersparnis</i>	36
<i>Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis wünschenswert</i>	39
III. Entwicklung in den übrigen Ländern	43
Schwerpunkte	43
Junge Industrieländer und Entwicklungsländer	44
<i>Das außenwirtschaftliche Umfeld im Jahr 1990</i>	44
<i>Die jungen Industrieländer</i>	48
<i>Entwicklungsländer</i>	49
Entwicklungen in Osteuropa	56
<i>Produktionstendenzen und deren unmittelbare Ursachen</i>	57
<i>Preis- und Lohnentwicklung</i>	61
<i>Erste Lehren aus dem Reform- und Übergangsprozeß</i>	63
<i>Die Rolle des Finanzsystems im Reformprozeß</i>	65
IV. Internationaler Handels- und Kapitalverkehr	70
Schwerpunkte	70
Welthandel	71
<i>Öl</i>	73
<i>Die Uruguay-Runde</i>	74
Abnehmende Ungleichgewichte der USA und Japans	75
<i>USA</i>	77
<i>Japan</i>	79
Deutschland: Inlandsboom und Vereinigung	81
Übrige europäische Länder	82

	Seite
Übrige Industrieländer und Schwellenländer Asiens	86
Das Absterben des RGW	87
<i>Außenhandel</i>	87
<i>Außenfinanzierung</i>	91
Kapitalverkehr in den Industrieländern	93
<i>Portfolioinvestitionen</i>	94
<i>Direktinvestitionen</i>	96
Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite in den Industrieländern	97
Die Leistungsbilanzen der Entwicklungsländer und ihre Außenfinanzierung	99
 V. Inländische Finanzmärkte	 102
Schwerpunkte	102
Entwicklung der langfristigen Zinsen	103
Entwicklung der Aktienmärkte	106
Die Umstrukturierung des Finanzgewerbes	111
<i>Ertrags- und Finanzkraft: Neuere Entwicklungen</i>	111
<i>Ertrags- und Finanzkraft: kurz- und langfristige Bestimmungsgründe</i>	113
<i>Zunehmender Wettbewerb im Bankgeschäft</i>	120
<i>Ausblick</i>	122
Fragen der Bankenaufsicht	123
<i>Reaktionen auf Schwierigkeiten im Bankensektor</i>	124
<i>Die Basler Vereinbarung über Eigenkapitalstandards</i>	125
<i>Weitere Schritte zu internationaler Zusammenarbeit</i>	128
 VI. Internationale Finanzmärkte	 129
Schwerpunkte	129
Das internationale Finanzmarktgeschäft	130
Der internationale Bankensektor	133
<i>Entwicklung der zusammengefaßten Bankpositionen</i>	133
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i>	135
<i>Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen</i>	138
<i>Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet</i>	139
<i>Entwicklung der Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i>	141
<i>Der Konsortialkreditmarkt</i>	144
Die internationalen Wertpapiermärkte	144
<i>Der Markt für Euronotes</i>	144
<i>Der internationale Anleihemarkt</i>	146
Der Markt für derivative Finanzinstrumente	152
<i>Financial Futures und börsengehandelte Optionen</i>	152
<i>Zins- und Währungsswaps</i>	154
<i>Rohstoffswaps und andere rohstoffbezogene derivative Instrumente</i>	156
Jüngste Entwicklungen auf dem Markt für private Ecu	157
Die internationale Verschuldungssituation	160
 VII. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik	 166
Schwerpunkte	166
Der Kurs der Geldpolitik im letzten Jahr	166
<i>Entgegengesetzte Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften</i>	166
<i>Nordamerika</i>	167
<i>Japan</i>	169
<i>Westeuropa</i>	169

Verzeichnis der Grafiken (*) und Tabellen

	Seite
Eine doch nicht so friedvolle Welt	
Entwicklung der Produktion weltweit	5
Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern	
Arbeitslosenquoten*	12
Verbraucherpreise	14
Spotpreis für Rohöl*	15
Energieverbrauch und Energieeinfuhr der Industrieländer	16
Anstieg der Verbraucherpreise*	17
Geldmenge und reales BSP/BIP in den Ländern der Siebenergruppe*	18
Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern	20
Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern	26
Öffentliche Gesamtverschuldung und Defizit der öffentlichen Haushalte*	30
Ausgabenstruktur der öffentlichen Haushalte in den großen Industrieländern	33
Ersparnis und Realzinsen in den Ländern der Siebenergruppe*	35
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den großen Industrieländern	37
Ersparnis, Reallöhne und BIP pro Kopf*	41
Entwicklung in den übrigen Ländern	
Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern ..	45
Energie- und Ölverbrauch in ausgewählten Ländern und Ländergruppen	46
Güterhandelspreise in den Entwicklungsländern*	47
Inflation in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern	51
Handelsbilanzen der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer	53
Indikatoren des Außenhandels ausgewählter Ländergruppen	54
Osteuropa: Entwicklung der realen Produktion	58
Entwicklung des Energie- und Ölverbrauchs in Osteuropa	60
Entwicklung der Verbraucherpreise (VPI) und der Nominallöhne (L)	62
Monetäre Entwicklung in Jugoslawien	63
Entwicklung der Spareinlagen der privaten Haushalte	65
Monetäre Entwicklung in der Sowjetunion	66
Internationaler Handels- und Kapitalverkehr	
Leistungsbilanzsalden und Nettoauslandsvermögen*	71
Indikatoren des Welthandels*	72
Welthandel mit Öl	73
Relative Inlandsnachfrage und reale effektive Wechselkurse*	76
Die Leistungsbilanz der USA	77
Die japanische Leistungsbilanz	79
Die deutsche Leistungsbilanz	81

	Seite
Exporte europäischer OECD-Länder nach Deutschland	83
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer	84
Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung ...	85
Exporte an europäische RGW-Partner in Prozent der gesamten Exporte	88
Osteuropäische Exporte nach Westeuropa	89
Osteuropäische Bilanzsalden in konvertibler Währung	90
Transaktionen Osteuropas mit den an die BIZ berichtenden Banken	92
Kapitalströme, brutto*	93
Kapitalbewegungen in dreizehn Industrieländern	95
Finanzierung bedeutender Leistungsbilanzungleichgewichte in Industrieländern	97
Internationale Leistungsbilanzsalden	99
Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite (Schätzung)	100

Inländische Finanzmärkte

Nominalzinsen und Inflation*	104
Entwicklung der Aktienkurse weltweit	107
Aktienkurse und Ertragsvariabilität*	109
Aktienkursreagibilität auf Ölpreisänderungen und Ölimportabhängigkeit	110
Aktienkursreagibilität auf Ölpreisänderungen*	111
Ertragslage der Großbanken 1989 und 1990	112
Inflationsbereinigte Immobilienpreise	114
Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern	115
Verschuldung des privaten Sektors in ausgewählten Ländern	116
Ertragskennzahlen von Wertpapierhäusern*	118
Ertragslage der Banken in den achtziger Jahren	119
Langfristige Entwicklung der Bankaktienkurse	120
Märkte für Commercial paper in ausgewählten Ländern	122

Internationale Finanzmärkte

Geschäftstätigkeit an den internationalen Finanzmärkten*	131
Nettofinanzierung auf den internationalen Märkten (Schätzung)	132
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	134
Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach der Nationalität der Banken	136
Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Forderungen	137
Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Verbindlichkeiten	138
Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe	140
Der internationale Bankenmarkt als Empfänger von Nichtbankeinlagen aus den Ländern der Zehnergruppe	141
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	143
Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes	145
Geschäftstätigkeit am internationalen Anleihemarkt	147
Rendite ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Euro-Dollar-Einlagen*	148
Emissionstätigkeit auf dem Anleihemarkt und effektiver Wechselkurs des US- Dollars*	149
Arten und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen	150
Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen	151
Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente	153
Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps	154
Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1990 arrangierten Währungsswaps	155
Der Markt für private Ecu	158
Entwicklung der Auslandsverschuldung ausgewählter Länder	162

Monetäre Entwicklung und Geldpolitik	Seite
Amtliche Sätze und Geldmarksätze*	168
Zinssätze und Anleiherenditen*	170
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten	173
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor	176
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor nach Arten	178
Vermögen der privaten Haushalte in Relation zum BSP/BIP	180
Immobilienpreise, Geldmenge und Inflation*	182
 Das internationale Währungssystem	
Bilaterale Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten Währungen*	190
Nominale Zinsdifferenzen in ausgewählten Ländern*	192
Veränderungen der Devisenreserven ausgewählter Länder*	193
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark*	195
Reale effektive Wechselkurse ausgewählter Währungen*	198
Position der Währungen im EWS-Wechselkursband*	202
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	205
Weltgoldgewinnung	206
Goldpreis in ausgewählten Währungen*	207
Veränderung der Weltwährungsreserven	209
Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern	211
US-Leistungsbilanz und geschätzte Veränderungen der Devisenreserven (bereinigt um Wechselkurseffekte)	214
 Die Tätigkeit der Bank	
Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1991	222
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	223
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	224
Fremdmittel (Herkunft)	225
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)	226
Aktiva (Sachkategorien)	227
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit	228

61. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 10. Juni 1991 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 61. Geschäftsjahr (1. April 1990–31. März 1991) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 4 173 949 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten, 10 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Bauvorhaben und 5 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 114 892 783 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 104 330 524 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 33 892 783 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 200 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 24 300 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 56 700 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1990/91 den Aktionären am 1. Juli 1991 gezahlt.

I. Eine doch nicht so friedvolle Welt

Die letzten zwölf Monate hätten kaum in einem schärferen Kontrast zu den vorangegangenen stehen können. Damals hatte der Beginn eines Prozesses der politischen Liberalisierung und wirtschaftlichen Umgestaltung in Osteuropa, der sogar die Sowjetunion einbezog, das Ende fast eines halben Jahrhunderts des kalten Krieges markiert. Die Aussichten auf eine friedlichere Welt hatten sich eröffnet, in der das Wettrüsten eingestellt und knappe Ressourcen anderen Verwendungszwecken wie einem besseren Umweltschutz und einer grundlegenden Unterstützung der ärmsten Länder zugeführt würden. Die Invasion Kuwaits durch irakische Streitkräfte am 2. August 1990 dämpfte solche Hoffnungen und bewies, daß militärische Konflikte mit weltweiten ökonomischen Auswirkungen auch weiterhin möglich waren, und, so wurde befürchtet, nicht nur im Nahen Osten. Die unmittelbare Folge war die Gefahr eines externen Schocks der Art, wie er die Weltwirtschaft zweimal in den siebziger Jahren ernsthaft erschüttert hatte, nämlich eines starken Anstiegs der Ölpreise. Wenn auch viele Experten schnell mit Begründungen bei der Hand waren, daß die ökonomischen Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs, selbst wenn sie lang andauern sollten, diesmal weniger schwerwiegend sein würden, so war der psychologische Effekt recht stark und spiegelte den hohen Grad der Verunsicherung und die tiefe Enttäuschung nach der vorangegangenen Welle des Optimismus wider.

Der Ölpreis erreichte indes bereits Anfang Oktober einen Höchststand und bildete sich anschließend ziemlich stetig zurück. Nach den mit der Befreiung Kuwaits im Frühjahr 1991 beendeten Feindseligkeiten war die Ungewißheit über den Ölpreis größtenteils überwunden. Nicht nur ist das vor der Invasion geltende Preisniveau mehr oder weniger wiederhergestellt, auch die Marktstruktur sieht mindestens so stabil aus wie vor der Krise. Dennoch scheinen die Aussichten auf eine Friedensdividende heute weniger sicher zu sein. Trotz der Beendigung des Krieges ist die Verunsicherung in der Region nicht beseitigt, so daß die Welt noch nicht wieder an dem Punkt ist, an dem sie vor zwölf Monaten stand.

Das zweite Halbjahr 1990 und die ersten Monate des Jahres 1991 riefen damit nicht nur ernüchternd in Erinnerung, wie schnell politische Unruhen, insbesondere solche, die die Energieversorgung berühren, die wirtschaftliche Landschaft verändern können, sondern machten den für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen auch deutlicher bewußt, daß sie ein mühseliger Kampf an praktisch allen Fronten erwartet. Ganz unabhängig vom Krieg und seinen Konsequenzen wurde es offensichtlich, daß die Probleme in Osteuropa und innerhalb Deutschlands wesentlich größer sein würden, als erwartet worden war.

Zur Zeit der Invasion Kuwaits im August bewegten sich mehrere größere Volkswirtschaften bereits am Rande eines Konjunkturabschwungs oder waren

schon darüber hinaus; ob der Golfkonflikt und seine Auswirkungen auf die Finanzmärkte tatsächlich den Anstoß gaben oder den Prozeß lediglich beschleunigten, ist schwer zu sagen. Es wurde weithin erwartet, daß die Befreiung Kuwaits das Vertrauen der Verbraucher in den Vereinigten Staaten wiederherstellen und damit der Wirtschaft aus der Rezession heraushelfen werde. Ob dies der Fall sein wird, bleibt abzuwarten. In Großbritannien und Kanada könnte es länger dauern, bis die Talsohle erreicht und durchschritten ist; in anderen Ländern wie Frankreich und Italien und einigen der kleineren Volkswirtschaften befindet sich der Abschwung noch im Frühstadium und dürfte sich eine Zeitlang fortsetzen.

In den Industrieländern insgesamt fiel die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts 1990 auf ein Niveau zurück, wie es zuletzt 1986 registriert wurde, wenngleich die Rate deutlich über dem Durchschnitt der Jahre 1979–84 blieb (s. die Tabelle auf S. 5). Es ist jedoch bereits klar, daß dem Jahr 1990 keine so schnelle Erholung folgen wird, wie wir sie 1987 erlebt haben; tatsächlich wird es 1991 mit großer Sicherheit in der Gruppe der Industrieländer eine weitere Abschwächung des Wachstums des Bruttoinlandsprodukts geben. Wie die Tabelle zeigt, fällt der Vergleich von 1990 mit den vorangegangenen Jahren bei den anderen Ländergruppen mit Ausnahme der größeren Ölproduzenten noch ungünstiger aus. Abgesehen von Osteuropa, das einen vollkommenen und schwierigen Neuanfang unternimmt, der einen Vergleich mit früheren Produktionsdaten praktisch sinnlos macht, erlebten die Regionen Afrikas und des Nahen Ostens sowie Lateinamerika im Jahr 1990 Stagnation oder einen Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens. Weltweit gesehen erreichte das Wirtschaftswachstum damit 1990 seinen niedrigsten Stand seit 1985 und lag auch unter dem Durchschnitt der Jahre 1979–84.

Eine solche allgemeine Betrachtung könnte den Anschein erwecken, daß die Probleme in vielen Teilen der Erde weitgehend ähnlich sind. Dieser Rückschluß wäre jedoch von der Wahrheit weit entfernt. Nicht nur gibt es große Unterschiede innerhalb der einzelnen regionalen Gruppen; auch zwischen den einzelnen Gruppen, die gegenwärtig einen wirtschaftlichen Rückgang erleben, sind die äußeren Umstände und damit die angemessene wirtschaftspolitische Antwort ganz verschieden.

Ein offensichtlicher Sonderfall sind die Länder Osteuropas. Niemand hatte daran zweifeln können, daß ihr Übergang von einer Zentralverwaltungswirtschaft zu einer Marktwirtschaft auch unter den günstigsten Bedingungen und ohne schwere politische Fehler langsam und schwierig sein würde. Er umfaßt nicht weniger als die Auswechslung des gesamten Steuerungsmechanismus der Wirtschaft und seines rechtlichen und institutionellen Rahmens. Es den Preisen zu ermöglichen, tatsächliche Knappheitsverhältnisse widerzuspiegeln und Subventionen abzubauen, impliziert nicht nur große Veränderungen der relativen Preise, sondern treibt in der Tendenz auch das allgemeine Preisniveau nach oben, eine Entwicklung, die nur durch eine höchst restriktive Wirtschaftspolitik im Zaume gehalten werden kann – mit schwerwiegenden Nebeneffekten auf die Produktion. Während sich eine neue Preisstruktur herausbildet, muß ein Wechselkurs gefunden werden, der es der Wirtschaft erlaubt, einen neuen Platz in der internationalen Arbeitsteilung zu finden und zu halten. Die Länder Osteuropas

Entwicklung der Produktion weltweit ¹								
Ländergruppe/Region	1984–86 BIP	1979–84 Durchschnitt	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	in % des BIP insgesamt	Veränderung des realen BIP in Prozent						
Sieben größte Länder	61,7	2,1	3,6	2,7	3,4	4,7	3,3	2,6
Übrige Industrieländer ²	10,0	1,8	2,9	2,6	3,1	3,4	3,5	2,6
Entwicklungsländer	18,5	3,5	4,4	3,6	4,3	4,8	3,4	2,8
Hauptölförderländer ³	6,4	1,8	2,0	–1,2	1,2	3,2	2,3	3,1
Übrige Entwicklungsländer	12,1	4,4	5,6	6,1	5,9	5,7	4,0	2,7
Afrika und Nahost	1,7	3,6	6,5	4,4	2,5	3,6	2,4	2,0
Asien	6,6	6,7	6,4	6,7	8,0	9,4	5,4	5,7
darunter:								
Junge Industrieländer ⁴	1,6	7,4	3,7	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8
Lateinamerika	3,8	0,7	4,2	5,9	4,1	0,1	1,8	–2,0
Osteuropa ⁵	9,8	3,1	2,0	2,7	1,7	3,7	1,6	–5,8
Insgesamt	100,0	2,4	3,5	2,9	3,4	4,5	3,2	1,8

¹ Die durchschnittlichen Wachstumsraten der sieben größten und der übrigen Industrieländer wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1988 errechnet, die anderen Durchschnitte anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86, wobei alle Länder berücksichtigt sind, deren BIP 1988 wenigstens US-\$ 0,1 Mrd. betrug. ² In der Tabelle auf S. 26 aufgezählte Länder sowie Island, Luxemburg und Malta. ³ OPEC-Mitglieder, Mexiko und Trinidad und Tobago. ⁴ Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁵ Nationale Produktionszahlen, umgerechnet zu nichtkommerziellen Wechselkursen.

Quellen: IMF, World Economic Outlook; OECD, National Accounts; UN Yearbook; World Bank, World Bank Atlas und World Debt Tables; Angaben der einzelnen Länder.

vermochten weder auf einen bestehenden Erfahrungsschatz zurückgreifen, um mit den Aufgaben, denen sie sich gegenüberstehen, am besten fertig zu werden, noch war ihnen die Gunst eines idealen Umfelds gegönnt. Im Gegenteil, der vorübergehende Ölpreisanstieg und das schrittweise Zusammenbrechen des Handelssystems im RGW kamen zu den Problemen, die vorausgesehen werden konnten, noch hinzu. Ungarn, Polen und die Tschechoslowakei gingen entschlossen ans Werk, auf sehr unterschiedliche Weise, aber alle von der Erkenntnis geleitet, daß es keine Alternative gab; der Bankrott des alten Systems war zu vollkommen. In den anderen Ländern war der politische Prozeß der Konsensfindung über den einzuschlagenden Kurs langsamer. Die Sowjetunion und Jugoslawien trieben beide tiefer in die Krise.

In den afrikanischen Staaten südlich der Sahara fiel das Pro-Kopf-Einkommen 1990 vermutlich weiter; es wird immer schwieriger, sich einen durch innere Kräfte in Gang gesetzten Aufschwung vorzustellen. Die Region war häufig externen Schocks ausgesetzt, und die Widerstandskraft der meisten Länder gegen solche Schocks ist aufgrund mangelnder Diversifikation, inadäquater Infrastruktur und eines überalterten und unzureichenden Kapitalstocks gering. Dürre, hohes Bevölkerungswachstum und politische Instabilität verstärkten noch das düstere Bild.

In Lateinamerika war die allgemeine Verschlechterung, die sich in sinkender Produktion, steigender Inflation und zunehmenden Zinsrückständen auf Auslandsschulden äußerte, von Brasiliens Schwierigkeiten bei der Umstrukturierung seiner Wirtschaft und von weiteren Produktionsrückgängen in Argentinien

und Peru beherrscht. Mexiko dagegen verzeichnete im Anschluß an die erfolgreiche Umsetzung seines Stabilisierungsprogramms wieder steigende Wachstumsraten.

Die asiatischen Länder erlebten im letzten Jahr im Durchschnitt eine leichte Beschleunigung des realen Wachstums, womit sich eine stetige makroökonomische Politik zusammen mit mikroökonomischen Maßnahmen zur Unterstützung des Umbaus im Innern und zur Förderung der Exporte erneut als erfolgreich erwies. Die ölexportierenden Länder des Nahen Ostens profitierten vom Ölpreisanstieg, wohingegen andere Länder in der Region infolge der Besetzung Kuwaits hohe Realeinkommensverluste hinnehmen mußten.

Unter den Industrieländern war (und bleibt) Deutschland ein ganz spezieller Fall, da es den Übergang der ehemaligen DDR von einer zentralen Planwirtschaft in eine Marktwirtschaft innerhalb seiner eigenen – neuen – Grenzen bewältigen muß. Die Währungsunion, die den Weg zur politischen Union ebnete, forderte einen schweren wirtschaftlichen Tribut, indem sie die Industrie im Osten Deutschlands dem Wettbewerb des Weltmarkts zu einem erheblich höheren, vom tatsächlichen Produktivitätsniveau vollkommen losgelösten realen Wechselkurs aussetzte. Hohe nominale Lohnzuwächse im Gefolge der Währungsunion verschlimmerten die Lage noch, ebenso wie Verluste großer Marktanteile nicht nur in Osteuropa, sondern auch im Inland. Die Notwendigkeit, eine funktionierende Infrastruktur und eine neue öffentliche Verwaltung beinahe über Nacht aufzubauen, zusammen mit Rechtsunsicherheiten bezüglich der Rückgabe von Grundstücken und Gebäuden an die ehemaligen Eigentümer sind weitere Elemente dieses Bildes der Verwirrung. Positiv wirkt, daß die alte Bundesrepublik verpflichtet ist, den Umbau soweit wie möglich zu unterstützen und die große Diskrepanz zwischen Einkommen und Produktivität in der ehemaligen DDR durch gewaltige Transferzahlungen abzudecken, die größtenteils durch Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors finanziert werden. Dies hat nicht nur der Industrieproduktion im Westen Deutschlands, wo die Betriebe bereits nahe an den Kapazitätsgrenzen arbeiteten, sondern auch derjenigen in den westeuropäischen Nachbarländern einen gewaltigen Schub verliehen. Abgesehen von einer Reihe europäischer Länder gelang es nur Japan, ein Abgleiten in die Rezession zu vermeiden, obwohl auch dieses Land gegen Ende 1990 und zu Beginn von 1991 bis zu einem gewissen Grad von der internationalen Abschwächung der Wirtschaftsaktivität betroffen wurde.

Somit stellt sich die Frage, ob ein Konjunkturabschwung entweder unumgänglich oder nur zu hohen Kosten in Form wachsender struktureller Verzerrungen und eines zunehmenden Inflationsdrucks vermeidbar ist. Offensichtlich ist die zeitliche Abfolge der Zyklen recht ungewiß, wie durch die lange Dauer des letzten Aufschwungs, der 1983 begann, ausreichend demonstriert worden ist. In großen Volkswirtschaften wie den Vereinigten Staaten dürften einzelne Regionen oder Sektoren ihre eigenen Zyklen durchlaufen, die sich nicht notwendigerweise zu einer spürbaren, die Gesamtwirtschaft erfassenden Rezession addieren. Auch können, wenn der zugrundeliegende Wachstumstrend ausreichend kräftig ist, zyklische Einflüsse eine Wachstumsabschwächung herbeiführen, ohne in eine Rezession im technischen Sinne des Wortes zu münden (ein absoluter Rückgang des Bruttoinlandsprodukts über zwei aufeinander-

folgende Quartale). Nichtsdestoweniger muß die Frage gestellt werden, wie die Wirtschaftspolitik und insbesondere die Geldpolitik auf zyklische Phänomene reagieren sollten, selbst wenn diese nicht besonders ausgeprägt sind oder wenn der Zyklus selbst größtenteils, ob gewollt oder ungewollt, ein Resultat der Politik ist. Es ist keine Frage, daß in den meisten Ländern, die sich nun in der Rezession befinden, eine Nachfragedrosselung angemessen war, nachdem man in den Jahren 1988/89 das Entstehen eines übersteigerten Nachfragedrucks zugelassen hatte. Der Streitpunkt, ob antizyklische Politik angebracht sei, stand im Mittelpunkt der Monetarismus-Keynesianismus-Debatte, die irgendwann in den siebziger Jahren weitgehend zugunsten des Monetarismus entschieden zu sein schien. Sie flammte in den achtziger Jahren wieder auf, als Zwischenziele viel von ihrer Anziehungskraft verloren und sich die Inflationsraten zurückgebildet hatten. Wie die Geldpolitik vor diesem Hintergrund in jüngster Vergangenheit geführt worden ist, wird in Kapitel VII im einzelnen erörtert. Die relativen Vorzüge von antizyklischen und mittelfristigen Strategien werden in den Schlußbemerkungen dieses Berichts wieder aufgenommen werden.

Der Anstieg der Verbraucherpreise, auch ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energie gerechnet, war in der Zehnergruppe insgesamt seit 1986 eindeutig aufwärts gerichtet. Es gibt jedoch von Land zu Land deutliche Unterschiede. Die Länder mit dem schlechtesten Ergebnis waren Großbritannien und Schweden, die beide zur Zeit in einer Rezession stecken. Es ist allgemein bekannt, daß eine wirtschaftliche Überhitzung in der Regel zwar Inflationsdruck erzeugt, eine Rezession aber als solche kein Heilmittel gegen die Inflation ist. Die zentrale Frage ist, ob der inländische Kostendruck unter Kontrolle gebracht werden kann, was etwas leichter sein dürfte, sobald die Wirtschaft sich abgekühlt hat. Die gegenwärtigen Wachstumstendenzen könnten daher tatsächlich die Gelegenheit zur Rückkehr zu größerer Preisstabilität bieten, aber ob diese Gelegenheit genutzt wird, wird davon abhängen, ob die Wirtschaftspolitik zwischen konkurrierenden Zielen eine gute Balance zu halten vermag. Dies führt zu der vorstehend angesprochenen grundsätzlichen Fragestellung zurück.

Die vorübergehende Wirkung der Invasion Kuwaits auf die Ölpreise wurde mit einiger Wucht auf die Finanzmärkte übertragen (wie in Kapitel V beschrieben), von wo sie auf die Realwirtschaft zurückstrahlte und das Klima der Unsicherheit spürbar verschlechterte. Jedoch scheint es auch noch einen anderen Weg gegeben zu haben, über den die Entwicklungen auf den Finanzmärkten die realwirtschaftliche Seite der Volkswirtschaft beeinflussen haben könnten. Er stand nicht in Beziehung zum Golfkonflikt und wurde zu einem Gegenstand ernsthafter Diskussion in den USA und – weniger ausgeprägt – in Großbritannien. Das Schlagwort hierfür heißt „credit crunch“, ein Phänomen, das auftritt, wenn Banken oder andere Kreditgeber – vielleicht als Überreaktion darauf, sich die Finger an etwas verbrannt zu haben, das sich als unvorsichtige Kreditvergabe herausstellte – Ausleihungen oder Finanzierungen zu ihren aktuellen Kreditsätzen selbst kreditwürdigen Kunden mit soliden Projekten verweigern. Falls sich eine ausreichend große Anzahl von Kreditgebern diesem Verhalten anschließt, muß es eine spürbare Auswirkung auf die reale Wirtschaftstätigkeit haben. Es wurde die Frage aufgeworfen, ob die Bankenaufsicht selbst nicht unbeabsichtigt ein solches Verhalten der Banken ermutigt haben könnte.

In einem ähnlichen Zusammenhang ist darauf hingewiesen worden, daß Banken mit Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Eigenkapitalrelationen, auf die sich die Bankenaufsicht der Länder der Zehnergruppe zum Ende des Jahres 1992 geeinigt hat, entweder zusätzliches Eigenkapital beschaffen oder ihr Bilanzvolumen werden reduzieren müssen. Dies scheint jedoch allenfalls ein Faktor von untergeordneter Bedeutung zu sein, da sich nur sehr wenige Banken – selbst nach den Ereignissen des Jahres 1990, wie den Kursrückgängen an der Aktienbörse, sinkenden Immobilienpreisen in einigen Ländern und rückläufiger Wirtschaftstätigkeit – in einer solchen Lage befinden. Es dürfte nun tatsächlich ein stärkeres Problembewußtsein hinsichtlich der Folgen von Portfolioentscheidungen für die Eigenkapitalquoten geben – genau das, was vonnöten war. Es könnte nur dann zu längerfristigen Problemen bei der Kreditverfügbarkeit führen, falls gewisse äußere Umstände einer großen Anzahl von Banken den Zugriff auf zusätzliches Eigenkapital unmöglich machen sollten, was nur vorstellbar ist, wenn die Bankengewinne über einen längeren Zeitraum stark unter Druck bleiben sollten. Auf immer weltumspannenderen, durch starken Wettbewerb geprägten Finanzmärkten ist dies kaum ein Szenario für einen „credit crunch“, da die meisten Bankkunden eine reiche Auswahl an weiteren Kreditquellen haben, aber es unterstreicht die dringende Notwendigkeit einer Anpassung der Bankengesetzgebung in jenen Ländern, in denen die Banken gegenüber anderen, weniger streng geregelten Instituten und Märkten an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben.

Ein Problem, das in den zurückliegenden Jahren besonderen Anlaß zur Sorge gegeben hatte, verkleinerte sich im Jahr 1990 beträchtlich: die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern. Am auffälligsten war der Rückgang des japanischen Überschusses, der auf weniger als die Hälfte seines Betrags von 1988 fiel. Mit US-\$ 36 Mrd. war er sogar niedriger als der deutsche Überschuß von \$ 47 Mrd., der, verglichen mit den vorangegangenen zwei Jahren, deutlich schrumpfte und 1991 weiter zurückgehen wird. Die beiden größten Defizitländer, Großbritannien und die Vereinigten Staaten, reduzierten ihren Fehlbetrag in der Leistungsbilanz von \$ 33 Mrd. auf \$ 22 Mrd. bzw. von \$ 110 Mrd. auf \$ 99 Mrd. Ein Abbau des US-Defizits auf unter \$ 100 Mrd. war von vielen als das ehrgeizigste Ziel betrachtet worden, das im Bereich des Möglichen lag. Divergierende Konjunkturentwicklungen haben bei der Erzielung solch beeindruckender Resultate ebenso eine Rolle gespielt wie erst kürzlich die japanischen, saudiarabischen und deutschen Finanzbeiträge zu den Kosten des Golfkriegs. Dies läßt zusammen mit der jüngsten Befestigung des US-Dollars Zweifel aufkommen, ob diese Entwicklungen – mit Ausnahme der weiteren Reduktion des deutschen Überschusses – sich 1991 und darüber hinaus fortsetzen werden. In Anbetracht der Besorgnis, die früher die Größenordnung der Ungleichgewichte erregt hatte, hätte man erwarten können, daß ihre Abnahme mit großer Erleichterung begrüßt werden würde. Das scheint jedoch, zumindest nach dem Geschehen an den Devisenmärkten zu urteilen, nicht der Fall gewesen zu sein. Die tägliche Volatilität ist annähernd so hoch und die monatlichen wie vierteljährlichen Wechselkursschwankungen sind fast so ausgeprägt gewesen wie zuvor. Die Entwicklungen an den Devisenmärkten werden im einzelnen in Kapitel VIII diskutiert.

Mit der Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte im Jahr 1990

verlor die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik, die unter den Bedingungen frei schwankender Wechselkurse die einzige, wenngleich nicht immer erfolgreiche Vorsorge gegen ernsthafte Fehlentwicklungen der Wechselkurse ist, ein klares Ziel. Die politischen Implikationen der Notwendigkeit, Leistungsbilanzdefizite oder -überschüsse zu verringern, lagen vergleichsweise klar auf der Hand. Vor dem Hintergrund großer Ungleichgewichte war es nicht allzu schwierig, prinzipiell Einigkeit darüber zu erzielen, was von jedem an der Koordination der Wirtschaftspolitik beteiligten Land zu verlangen war. Ohne diesen Hintergrund ist die Frage nicht mehr so eindeutig zu beantworten. Neue Bemühungen in diesem Bereich sind im Gange. Da alle grundsätzlichen Fragestellungen der Wirtschaftspolitik eine bedeutende internationale Dimension haben, wird dieses Problem in den Schlußbemerkungen nochmals zur Sprache kommen.

An die Stelle der Besorgnis über die anhaltenden Ungleichgewichte ist die Sorge über eine Weltersparnislücke angesichts des wachsenden Kapitalbedarfs in Osteuropa, im Nahen Osten und – natürlich – in den Entwicklungsländern getreten. Das hohe Niveau der langfristigen Realzinsen in praktisch allen Ländern wird weithin als Reflex einer solchen Knappheit angesehen. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, der in Kapitel II erörtert wird, ist in erster Linie (aber nicht nur) ein Problem des öffentlichen Sektors, herbeigeführt durch hartnäckige Haushaltsdefizite und die Ausgabenverlagerung von Infrastrukturinvestitionen zum laufenden Konsum. Wenn auch neuerdings der Konjunkturabschwung das Problem entschärft haben mag, bleibt doch der längerfristige Rückgang der nationalen Ersparnis in vielen Ländern ein Hemmschuh für Investitionsausgaben und letztendlich für das Wachstum der Weltwirtschaft.

Die internationale Schuldenkrise dauert an und wirft einen Schatten über viele Entwicklungsländer, wenn auch nicht länger auf das internationale Bankensystem. Die grundlegende Strategie des Umgangs mit den Problemen verschuldeter Länder, die ihre Zweckmäßigkeit z.B. im Falle Mexikos unter Beweis gestellt hat, ist unverändert geblieben. In einem verwandten Bereich ist jedoch Neuland erschlossen worden. Um den Übergang Polens in eine Marktwirtschaft zu erleichtern, kam das Land in den Genuß einer größeren Bereitschaft zu offiziellem Schuldenerlaß. Es wurde jedoch nur zu offensichtlich, daß die auf den Einzelfall abstellende Behandlung ihre Grenzen hat: Was im Falle eines Schuldners getan wird, kann von anderen mit Neid und Unmut betrachtet werden und das grundlegende Ziel, Bedingungen zu schaffen, die privates Kapital anlocken, zunichte machen. Kapitel VI enthält eine detaillierte Beschreibung der Entwicklungen auf diesem Gebiet der internationalen Kreditvergabe wie auch der auf den internationalen Finanzmärkten im allgemeinen.

Der Aufbau des Berichts ist nur leicht geändert worden. Hinter Kapitel II wurde ein eigenes Kapitel eingefügt, das den Entwicklungsländern und Osteuropa gewidmet ist. Die Numerierung der darauffolgenden Kapitel hat sich dementsprechend geändert, aber ihre Reihenfolge bleibt die gleiche wie in den vorangegangenen Jahren.

II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

Der erste Teil dieses Kapitels vermittelt einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in den Industrieländern im Jahr 1990 und in den ersten Monaten des Jahres 1991; daran schließen sich eine Erörterung der wirtschaftlichen Folgen der Golfkrise und eine Darstellung des Geschehens in den einzelnen Volkswirtschaften an. Eingehend werden auch zwei Sonderthemen behandelt. Zunächst wird der Zusammenhang zwischen Staatsschuld, Budgetdefiziten und öffentlichen Investitionen untersucht; die Betonung liegt dabei auf den jüngsten Entwicklungen und den längerfristigen Schwierigkeiten bei der Budgetkonsolidierung. Danach werden die Bestimmungsgründe der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in den Industrieländern vor dem Hintergrund weltweit zunehmender Kapitalnachfrage, hoher Realzinsen und rückläufiger staatlicher Ersparnisse während der letzten zwei Dekaden betrachtet.

Konjunkturlage

Das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts in den Industrieländern verlangsamte sich im vergangenen Jahr im Durchschnitt auf $2\frac{1}{2}\%$ nach rund $3\frac{1}{2}\%$ im Jahr 1989, während sich der Anstieg der Verbraucherpreise um fast 1 Prozentpunkt auf $5\frac{3}{4}\%$ erhöhte. Diesen Gesamtzahlen liegen recht unterschiedliche Wirtschaftsergebnisse zugrunde, da sich die im letztjährigen Jahresbericht erörterte Differenzierung im konjunkturellen Verlaufsmuster noch verstärkte, vor allem im zweiten Halbjahr 1990. Während in einigen Volkswirtschaften, insbesondere in Japan und Deutschland, das Wirtschaftswachstum kräftig blieb, mündete die sich bereits früher abzeichnende Wachstumsschwäche in mehreren Industrieländern, namentlich in den USA, Großbritannien, Kanada und Schweden, in einen steileren und breiter angelegten Abschwung. Überdies schwächte sich das 1989 und über lange Strecken des Jahres 1990 auf dem europäischen Festland verzeichnete Wirtschaftswachstum deutlich ab, wobei Frankreich und Italien gegen Ende des Jahres Rückgänge der Industrieproduktion hinnehmen mußten.

Wachstums-
schwäche
im letzten Jahr

Für die verhaltenere Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern sind zahlreiche Faktoren verantwortlich. Der angebotsseitige „Schock“ höherer Ölpreise und die Verunsicherung durch die Golfkrise spielten bei der Abschwächung im zweiten Halbjahr eine Rolle, und zwar indirekt durch eine generelle Abnahme des Vertrauens in die wirtschaftliche Entwicklung bei Verbrauchern und Produzenten und, damit zusammenhängend, durch eine Abschwächung der Konsumausgaben sowie direkt über eine Verschlechterung der Terms of trade und einen Anstieg der Produktionskosten. In den Ländern mit den schlechtesten Ergebnissen war der Abschwung aber bereits lange vor August vergangenen

Höhere Ölpreise

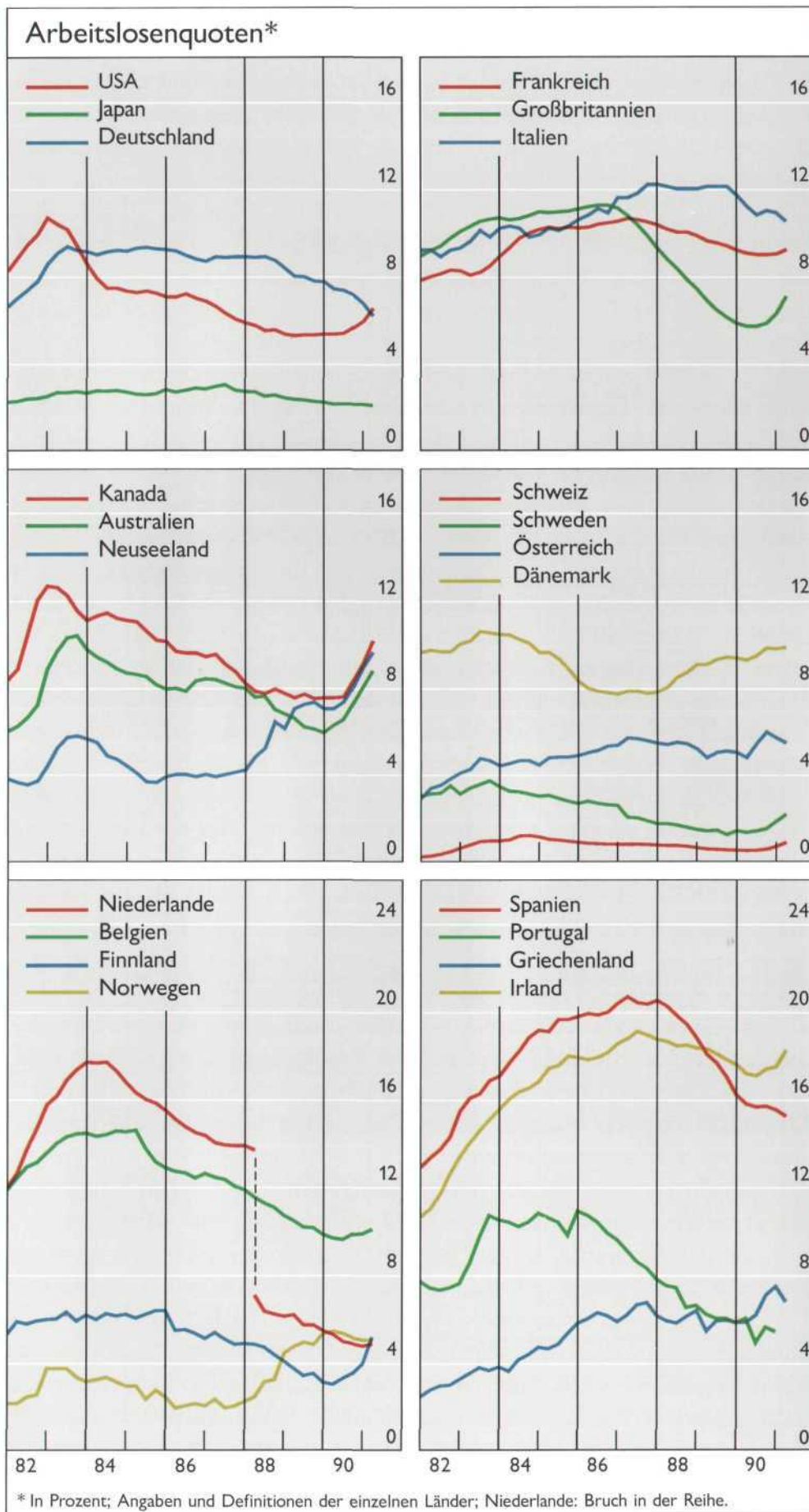
Jahres im Gange, wobei die meisten von ihnen einen „klassischen“, nachfrageinduzierten Konjunkturabschwung erleben, der mit einer restriktiven Geldpolitik im Zusammenhang steht. Dagegen scheint die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den USA in erster Linie auf eine geringere Zuversicht der Verbraucher und Unternehmen, die Verstärkung der Ungleichgewichte im Finanzsystem und eine in der Vergangenheit zu starke Aktivität im gewerblichen Bau zurückzuführen zu sein. In Frankreich und Italien sind hohe Realzinsen im Verein mit einem Lagerabbau weitgehend für die jüngste Abschwächung verantwortlich. Die hohen Realzinsen in den beiden Ländern sind teilweise durch äußere Faktoren wie etwa der Wechselkurszwänge im EWS und weniger durch eine überhitzte Binnenwirtschaft verursacht.

Rezession nach
Überhitzung

Zu den Industrieländern, die gegenwärtig eine Schwächephase im Gefolge einer klassischen Überhitzung durchlaufen, gehören Großbritannien, Kanada, Schweden, Finnland und Australien. Eine langanhaltende wirtschaftliche Expansion brachte Verknappungserscheinungen an den Güter- und Arbeitsmärkten mit sich, die sich in einer höheren Auslastung der Sachkapazitäten und sinkender Arbeitslosigkeit äußerten. Der sich herausbildende Nachfrageüberschuß schlug sich in verstärkten Lohn- und Preissteigerungen und in den meisten Fällen in einer Verschlechterung der Handelsbilanz nieder. Als Antwort auf entstehende Ungleichgewichte wurde in fast allen diesen Ländern die Geldpolitik Mitte des Jahres 1988 restriktiver, wobei die geldpolitischen Zügel seither größtenteils noch weiter angezogen wurden. Das Geldmengen- und Kreditwachstum verlangsamten sich, und die Zinsen erreichten nominal wie real ein sehr hohes Niveau. Vor diesem Hintergrund schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit schließlich ab. Die realen Wachstumsraten gingen deutlich zurück und fielen in einigen Fällen sogar unter Null, die Industrieproduktion fiel merklich. Die Arbeitslosigkeit erreichte in den meisten Ländern um die Mitte des vergangenen Jahres einen Tiefstand und stagnierte oder erhöhte sich dann im weiteren Verlauf des Jahres 1990 sowie während der ersten Monate dieses Jahres. Die Unternehmensgewinne gerieten unter Druck, da die ungünstige Marktlage es nicht zuließ, die Preise entsprechend dem Kostenanstieg zu erhöhen.

Rezession
trotz monetärer
Lockerung
in den USA

In den Vereinigten Staaten bildete sich etwas früher als in den meisten anderen Ländern ein Nachfrageüberschuß heraus, da die wirtschaftliche Erholung eher eingesetzt hatte und anfänglich stärker gewesen war. Die Federal-funds-Rate stieg von März bis August 1988 stetig an, da die amerikanische Notenbank auf die zunehmenden Anzeichen eines kräftigen Wirtschaftswachstums mit einer Verknappung der Reservepositionen reagierte. Die Arbeitslosigkeit erreichte zu Beginn des Jahres 1989 mit rund 5% einen Tiefstand. Teils aufgrund der höheren Zinssätze, teils mit dem Erreichen der Spätphase des Konjunkturaufschwungs verlangsamte sich das reale Wachstum im Frühjahr 1989, worauf die US-Notenbank mit einer Lockerung ihres geldpolitischen Kurses reagierte. Bis April 1991 bildete sich die Federal-funds-Rate um 400 Basispunkte zurück. Der Wegfall des Zinsgefälles im kurzfristigen Bereich gegenüber Deutschland und Japan ließ 1990 den Außenwert des US-Dollars erheblich zurückgehen und bewirkte eine kräftige Ausweitung des Ausfuhrüberschusses bei nichtlandwirtschaftlichen Produkten. Der Gewinn an internationaler Wettbewerbsfähigkeit kehrte sich freilich zu Beginn dieses Jahres



infolge der Höherbewertung des Dollars trotz anhaltender Tendenz zu relativ niedrigeren US-Zinsen teilweise wieder um.

Trotz Lockerung der monetären Bedingungen verlangsamte sich die Wirtschaftstätigkeit in den USA weiter – eine Entwicklung, die sich im zweiten Halbjahr 1990 verstärkte und auch im laufenden Jahr anhielt, was sich in einem besonders starken Anstieg der Arbeitslosenzahlen im Februar und März 1991 niederschlug. Zum Teil mag diese Entwicklung auf der äußerst zurückhaltenden Kreditvergabepolitik der Banken gegenüber einigen Sektoren und Regionen selbst im Falle kreditwürdiger Schuldner („credit crunch“) beruhen. Die Rezession in den Vereinigten Staaten ist insofern atypisch, als sie nicht durch höhere Realzinsen, einen starken Lohnkostendruck oder eine überhöhte Lagerhaltung ausgelöst wurde. Die Realzinsen gingen im letzten Jahr in den USA sowohl aufgrund sinkender nominaler Zinssätze als auch infolge eines stärkeren Anstiegs der Verbraucherpreise zurück, während die Nominallöhne in vielen Wirtschaftszweigen seit 1986 mit dem Inflationstempo nicht Schritt gehalten haben. Mehrere konjunkturelle Ungleichgewichte sind offensichtlich, namentlich die starke Zunahme der Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen und die hohen Leerquoten bei gewerblichen Immobilien. Das Anhalten der wirtschaftlichen Abwärtsbewegung scheint jedoch in hohem Maße von der eher pessimistischen Wirtschaftseinschätzung bei Verbrauchern und Unternehmen bestimmt zu sein – ein Vertrauensschwund, der ursprünglich auf die Probleme in Zusammenhang mit dem hartnäckigen Defizit des Bundeshaushalts und mit den in Schwierigkeiten geratenen Finanzinstituten zurückging. Angesichts einer bereits schwachen Wirtschaft ließ der vorübergehende sprunghafte Ölpreisanstieg und die anfängliche Ungewißheit über den Ausgang der Krise am Persischen Golf die US-Wirtschaft weiter in die Rezession abgleiten. Obwohl sich die wirtschaftlichen Aussichten und die Zuversicht der Verbraucher unter dem Eindruck des militärischen Erfolgs der Alliierten im Golfkrieg etwas aufhellten, sank das reale Sozialprodukt im ersten Quartal 1991 weiter.

Vertrauens-
schwund bei
Konsumenten
und Unter-
nehmen

Kräftiges
Wachstum
in Deutschland ...

... und in Japan

Mehrere andere Industrieländer erfreuten sich 1990 weiterhin eines kräftigen Wachstums. In Deutschland, den Niederlanden und Österreich war ein sehr robustes Wirtschaftswachstum festzustellen, wobei sich der Aufwärtsdruck auf Löhne und Preise nur wenig verstärkte, was teilweise der vorbeugenden und schrittweisen Straffung der Geldpolitik seit 1988 zu verdanken war. In Japan war die von hohen Unternehmensinvestitionen getragene starke Zunahme der Inlandsnachfrage weiterhin der ausschlaggebende Faktor für die Dynamik der Wirtschaft. Im vierten Quartal 1990 wurden jedoch Anzeichen einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erkennbar; zudem gab die Beschleunigung der Inflationsrate von 1% im Jahr 1988 auf fast 4% im Jahr 1990 den währungspolitischen Instanzen in Japan Anlaß zu ernster Beunruhigung.

Vereinigung
Deutschlands

Die außergewöhnlichen Ereignisse im Zusammenhang mit der schnellen wirtschaftlichen, monetären und politischen Vereinigung Deutschlands haben die wirtschaftliche Situation in Europa stark verändert. Im Westen Deutschlands erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage teilweise als Folge der stark expansiven Finanzpolitik und des Transfers von Kaufkraft in die frühere DDR. Obwohl sich die Produktion beschleunigt ausweitete, konnte sie mit der Nachfrage nicht Schritt halten, was den außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß

Verbraucherpreise							
Land	1988	1989	1990				1991
			März	Juni	Sept.	Dez.	März
	Veränderung gegen Vorjahr in Prozent ¹						
USA	4,4	4,6	5,2	4,7	6,2	6,1	4,9
Japan	1,0	2,6	3,5	2,2	3,0	3,8	4,0
Deutschland	1,8	3,0	2,7	2,3	3,0	2,8	2,5
Frankreich	3,1	3,6	3,4	3,0	3,8	3,4	3,2
Großbritannien	6,8	7,7	8,1	9,8	10,9	9,3	8,2
Italien	5,5	6,5	6,1	5,6	6,3	6,4	6,6
Kanada	4,0	5,2	5,3	4,3	4,2	5,0	6,3
Australien	7,7	7,8	8,6	7,7	6,0	6,9	4,9
Belgien	1,9	3,6	3,4	3,0	3,7	3,5	3,3
Dänemark	4,5	4,8	3,0	2,5	3,1	1,9	2,4
Finnland	6,5	6,6	6,6	5,6	5,7	4,9	4,8
Griechenland	14,0	14,8	17,8	21,7	21,8	22,8	19,5
Irland	2,6	4,7	4,2	3,5	2,9	2,7	2,6
Israel	16,4	20,7	16,1	16,3	18,6	17,6	18,0
Neuseeland	4,7	7,2	7,0	7,6	5,0	4,9	4,5
Niederlande	1,2	1,3	2,3	2,3	2,7	2,6	2,6
Norwegen	5,6	4,2	4,5	3,6	3,9	4,4	3,5
Österreich	1,9	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5	3,5
Portugal	11,7	11,6	12,8	13,6	13,7	13,7	12,2
Schweden	6,3	6,7	10,7	9,8	11,5	10,9	10,7
Schweiz	1,9	5,0	5,0	5,0	6,1	5,3	5,9
Spanien	5,9	6,9	7,0	6,6	6,4	6,5	5,9
Südafrika	12,5	15,3	14,9	13,6	14,3	14,6	14,1
Türkei	61,6	64,3	62,8	62,6	59,3	60,4	62,3
Durchschnitt ²	4,0	4,9	5,3	4,8	5,7	5,7	5,2

¹ Quartalszahlen für Australien, Irland und Neuseeland. ² Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1988.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

erleichterte. Günstige Außenhandelseffekte waren vor allem in mehreren europäischen Ländern, namentlich Belgien, Dänemark und Österreich, spürbar. Vor diesem Hintergrund wurden in Deutschland die Geldpolitik gestrafft und die kurzfristigen Zinsen erhöht, um dem zunehmenden Nachfragedruck entgegenzuwirken. Die Zinssteigerungen wurden teilweise ins Ausland übertragen und hemmten auf unwillkommene Weise die Wirtschaftstätigkeit in mehreren Ländern – namentlich in jenen, die dem EWS-Wechselkursmechanismus angehören. Gegen Ende des Jahres 1990 und eingangs dieses Jahres traten Spannungen im Verbund des EWS verstärkt hervor, die durch die abflauende Wirtschaftstätigkeit in Frankreich und Italien und die zunehmenden rezessiven Tendenzen in Großbritannien verschärft wurden.

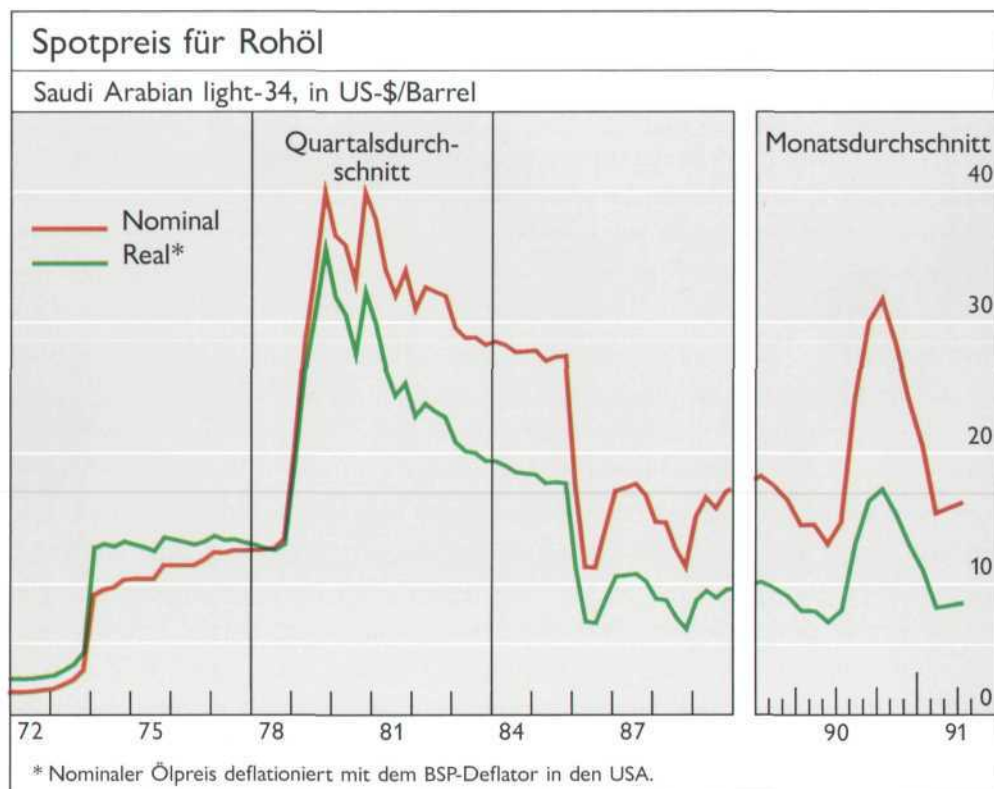
Wirtschaftliche Folgen der Golfkrise

Die Krise am Golf und die damit verbundenen Ölpreisschwankungen wirkten wachstumsverlangsamend oder verschärften die rezessiven Tendenzen in den

Vorübergehender Ölpreisschock

meisten Industrieländern im zweiten Halbjahr 1990. Ohne das vorübergehende Hinaufschnellen des Ölpreises wären zudem die Inflationsraten etwas niedriger ausgefallen. Allerdings waren die Industrieländer im vergangenen August besser auf einen Ölpreisschock vorbereitet als unmittelbar vor den Ölpreissteigerungen der Jahre 1973 und 1978–80. Nicht nur, daß der Ölpreisanstieg im letzten Jahr vorübergehender Natur war, er setzte auch, real gerechnet, bei einer relativ niedrigen Ausgangsbasis am Ende einer längeren, von Mitte bis Ende der achtziger Jahre dauernden Schwächeperiode an den Ölmärkten ein. Ein verminderter Energieeinsatz bei der Produktion, eine geringere Abhängigkeit von Energieeinfuhren und günstigere konjunkturelle Voraussetzungen, vor allem die niedrigeren Inflationsraten, hielten die negativen Auswirkungen der starken Ölpreissteigerung in Grenzen. Gleichwohl trug die Golfkrise zu dem unerwartet tiefen Konjunkturerinbruch im vierten Quartal in einigen Ländern bei, indem sie die Erwartungen in der Wirtschaft und bei den Verbrauchern negativ beeinflusste.

Im Gegensatz zu den vorangegangenen zwei Ölpreiskrisen war der letztjährige Ölpreissprung von kurzer Dauer. Aus der folgenden Grafik geht hervor, daß sich der Ölpreis am Spotmarkt von Juli bis September 1990 im Gefolge der Invasion von Kuwait mehr als verdoppelte, und zwar von weniger als \$ 15 auf über \$ 30 je Barrel, dann jedoch sank und sich zu Beginn dieses Jahres wieder dem vor der Invasion bestehenden Preisniveau annäherte. In realer Rechnung lag der Ölpreis auf seinem Höchststand noch weit unter dem Niveau von zehn Jahren zuvor. Zwar waren zu der Zeit das Ölangebot und die Ölvorräte reichlich, doch spiegelten sich in dem kräftigen Ölpreissprung vom vergangenen August Befürchtungen wider, daß es zu längerfristigen Exportausfällen im Nahen Osten kommen könnte, wo sich rund zwei Drittel der nachgewiesenen Weltölreserven befinden. Der Ölpreis sank, als die Bedrohung für die saudiarabischen



Energieverbrauch und Energieeinfuhr der Industrieländer						
Position	1960	1970	1975	1980	1985	1989
	Öleinheiten/BIP (Indizes 1973 = 100)					
Primärenergiebedarf	96,9	100,9	95,8	89,5	78,9	75,1
Ölverbrauch	71,9	95,9	92,3	80,7	62,2	60,0
Energieeinfuhr (netto)	48,4	89,0	91,7	78,4	49,5	54,3
Nachrichtlich:						
Realer Ölpreis ¹	103,8	77,0	268,5	497,0	319,7	174,7
Öl-/Primärenergieverbrauch ²	39,7	50,9	51,6	48,3	42,2	42,8
Energieeinfuhr/Primärenergieverbrauch ²	19,2	33,7	36,6	33,5	24,0	27,6

¹ Rohölpreis/US-BIP-Deflator. ² In Prozent.
Quelle: OECD.

Ölfelder aufgrund des militärischen Aufmarsches der Alliierten in der Region abnahm. Außerdem erhöhten mehrere Länder, darunter vor allem Saudi-Arabien, ihre Ölförderung und glichen so den Angebotsausfall aus, der durch das Ölembargo gegenüber Irak und Kuwait entstanden war. Dagegen waren die 1973 im Anschluß an den Yom-Kippur-Krieg im Nahen Osten explodierenden Ölpreise eine Folge des formellen Beschlusses der arabischen Nationen, die Ölförderung zu kürzen und gegen mehrere Industrieländer ein partielles Exportembargo zu verhängen. In den Jahren 1978–80 kam es – anders als in der jüngsten Vergangenheit – zu einem beträchtlichen Aufbau von Ölvorräten, was den Aufwärtsdruck auf den Preis noch verstärkte.

Minimaler Angebotsausfall bei Öl

Trotz der langen Wirkungsverzögerung zwischen Preiserhöhungen und der Entwicklung und dem Einsatz energiesparender Technologien wurden unter dem Einfluß des mehr als versiebenfachen realen Ölpreises im Anschluß an die beiden Ölpreisschübe der siebziger Jahre bedeutende Fortschritte bei der Verringerung der Energieabhängigkeit erzielt. Die Industrieländer schränkten ihren Energie- und Ölverbrauch, wie der obenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, relativ zur realen Produktion stark ein, so daß sie strukturell besser in der Lage waren, einen Ölpreisanstieg zu verkraften, als zu Zeiten der beiden vorherigen Ölpreisschocks. Verglichen mit den Höchstwerten Anfang der siebziger Jahre verringerten sich bis 1989, gemessen in Relation zum Bruttosozialprodukt, der Primärenergiebedarf um 25%, der Ölverbrauch um 40% und die Energieeinfuhr netto um 46%. Als Folge von Substitutionsmaßnahmen sank zudem der Anteil des Öls am Primärenergieverbrauch von rund 51% auf 43%.

Verringerte Energieabhängigkeit

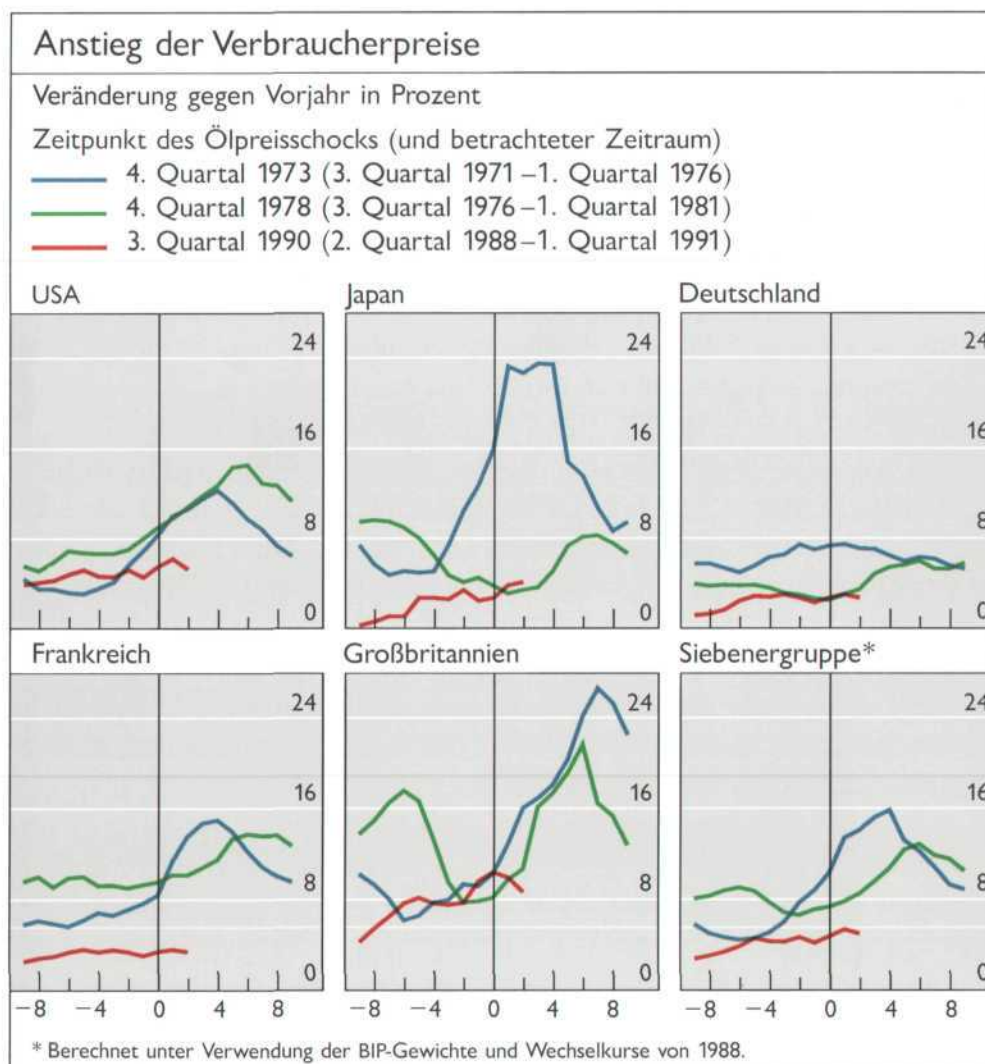
Eine geringere Abhängigkeit von Öl im Produktionsprozeß mildert den ungünstigen Kosteneffekt eines Ölpreisanstiegs, und eine reduzierte Abhängigkeit von Ölimporten schwächt die ungünstigen Terms-of-trade-Einflüsse ab. Die Entwicklungen im Bereich des Energieeinsatzes und der Abhängigkeit von Energieeinfuhren deuten zusammen mit der tatsächlichen Veränderung der Energieimportpreise (einschließlich Wechselkursveränderungen) darauf hin, daß der mit dem Ölpreisanstieg verbundene reale Einkommensverlust im Zeitraum 1989/90 bei allen großen Industrieländern weniger als ½% betrug. Dagegen mußten zahlreiche Industrieländer nach den vorherigen Ölpreisschocks reale Einkommensverluste von 2% bis 3% hinnehmen.

Geringer realer Einkommensverlust

Geringerer
Inflationsdruck

Auch andere Faktoren deuten auf erheblich weniger direkte negative Auswirkungen des Ölpreisschocks hin. Insbesondere die Inflationsraten, der Liquiditätsüberhang und die „Überhitzung“ der Volkswirtschaften der Industrieländer waren im allgemeinen weit geringer als in der Zeit vor den beiden Ölpreisschocks der siebziger Jahre. In den folgenden Grafiken werden die Inflationsrate, die Geldmengenexpansion und die reale Wachstumsrate des Bruttosozialprodukts in den großen Industrieländern vor und nach den drei Ölpreiskrisen verglichen. Der Anstieg der Verbraucherpreise lag in diesen Ländern zum Zeitpunkt des Ölpreisschubs vom vergangenen August im Durchschnitt bei rund $4\frac{1}{2}\%$. Zur Zeit des ersten und zweiten Ölpreisschocks betrug die Inflationsrate durchschnittlich $10\frac{1}{2}\%$ bzw. $7\frac{1}{4}\%$. Eindeutig waren vor der ersten Ölpreiskrise konjunkturelle Überhitzungserscheinungen erkennbar, insbesondere in Japan, wo die Jahresteuerrate im vierten Quartal 1973 16% betrug, mit steigender Tendenz im Jahresverlauf. Vor dem zweiten Ölpreisschub hatte die Inflation in Japan unter 4% gelegen und war rückläufig, während zum Zeitpunkt des jüngsten Ölpreissprungs die Teuerungsrate unter 3% lag.

Ähnlich verhielt es sich mit dem Wachstum des realen Sozialprodukts und der Geldmenge, die zum Zeitpunkt des jüngsten Preisschubs im Durchschnitt der großen Industrieländer erheblich niedriger waren als damals. Die Jahresrate



Geldmenge und reales BSP/BIP in den Ländern der Siebenergruppe¹

Veränderung gegen Vorjahr in Prozent

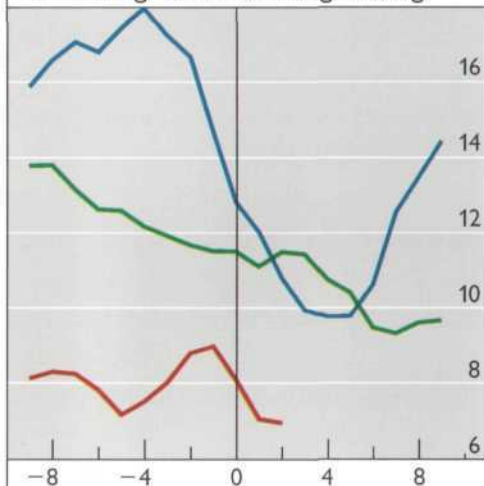
Zeitpunkt des Ölpreisschocks (und betrachteter Zeitraum)

— 4. Quartal 1973 (3. Quartal 1971 – 1. Quartal 1976)

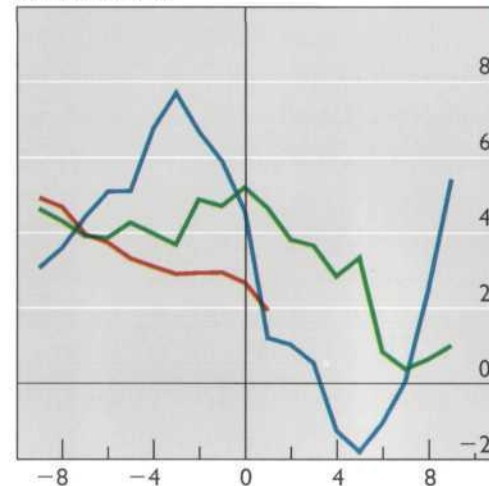
— 4. Quartal 1978 (3. Quartal 1976 – 1. Quartal 1981)

— 3. Quartal 1990 (2. Quartal 1988 – 1. Quartal 1991)

Geldmenge in weiter Abgrenzung²



Reales BSP/BIP



¹ Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1988. ² USA, Italien und Kanada: M2; Japan: M2+CD; Deutschland und Frankreich: M3; Großbritannien: M4.

des realen BSP-Wachstums betrug bis dahin durchschnittlich rund $2\frac{3}{4}\%$, wobei sie in den USA und in Großbritannien bereits seit über einem Jahr entsprechend der nachlassenden Wirtschaftstätigkeit leicht rückläufig war. Indes: Im Gegensatz zu dem vor dem ersten Ölpreisschock im Jahr 1973 bereits erkennbaren starken weltweiten Konjunkturabschwung verzeichneten zahlreiche Industrieländer, namentlich Japan, Deutschland und die meisten übrigen Länder auf dem europäischen Festland, weiterhin ein kräftiges Wachstum. Im Kurs der Geldpolitik der einzelnen Länder spiegelten sich im vergangenen Jahr unterschiedliche wirtschaftliche Verhältnisse wider: Einer Lockerung der Geldpolitik in den USA stand ein eher restriktiver geldpolitischer Kurs in Japan, Deutschland und – infolge des Zinsanpassungsdrucks nach oben – in den übrigen dem EWS-Wechselkursverbund angehörenden Ländern gegenüber. Ein im Durchschnitt – verglichen mit den früheren Ölpreisschocks – verhalteneres und stabileres Wachstum der weit abgegrenzten Geldmengenaggregate im letzten Jahr und bedeutend höhere Realzinsen lassen darauf schließen, daß der Geldüberhang und das Inflationspotential in den meisten Industrieländern geringer waren.

Trotz der offenbar günstigen Aussichten, den Ölpreissprung gut zu verkraften, der ja kleiner und von kürzerer Dauer war als frühere Preisschocks, schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal in vielen Industrieländern deutlich ab. Diese Entwicklung war zwar teilweise dem vorübergehenden Ölpreisanstieg zuzuschreiben, entscheidender war jedoch die Ungewißheit im Zusammenhang mit dem Golfkonflikt, die die Zuversicht auf einen Nullpunkt sinken ließ und Verbraucher wie Unternehmen zu Ausgabenkürzungen veran-

Auseinander-
laufende
Konjunktur-
entwicklung

Ungewißheit
wegen des
Golfkonflikts

laßte. Das Zusammenwirken dieser Faktoren löste den Kursverfall an den Aktienmärkten im August und September aus. Die Flug- und Reisebranche wurde aufgrund steigender Treibstoffkosten und vielfacher Stornierung von Ferien- und Geschäftsreisen besonders hart getroffen.

Der militärische Sieg der Alliierten im Golfkrieg im Frühjahr dieses Jahres hat die Spannungen und die Verunsicherung in der Weltwirtschaft erheblich gemindert. Das darauf folgende politische und wirtschaftliche Klima, wie es in den moderaten Tönen der OPEC-Konferenz Mitte März zum Ausdruck kam, legte zudem die Vermutung nahe, daß am Ölmarkt ein stabileres und reichliches Angebot sowie relativ niedrige Preise bevorstanden. In Vorwegnahme dieser günstigen Entwicklungen erholten sich die Aktienmärkte in den USA und Großbritannien im vierten Quartal 1990. In jüngster Zeit hat sich auch die Zuversicht der Verbraucher und Unternehmer etwas gefestigt.

Hoffnungen auf eine schnelle Wende könnten allerdings verfrüht sein. Der Schwächeanfall mehrerer Volkswirtschaften am Jahresende, namentlich in Frankreich und Italien, kam überraschend, und auch in Japan sind Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung erkennbar. Nachdem sich die Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada, Schweden und andere Länder bereits in der Rezession befinden, wird sich die Ausbreitung der Abschwächung über den Außenhandel und andere internationale Kanäle wohl nur schwer vermeiden lassen.

Entwicklung in den Industrieländern

Die drei größten Volkswirtschaften

Rezession
in den USA

Die Wirtschaft der *Vereinigten Staaten* befand sich am Ende des vergangenen Jahres in einer Rezession. Das reale Bruttosozialprodukt sank im vierten Quartal mit einer Jahresrate von 1½% und im ersten Quartal 1991 mit einer von 2¾%. Damit ging der acht Jahre andauernde Konjunkturaufschwung zu Ende, der der zweitlängste in der Statistik war und mehr als doppelt so lange währte wie die durchschnittliche Dauer der Expansionsphasen seit Ende des zweiten Weltkriegs. Seit nahezu zwei Jahren waren Anzeichen einer graduellen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit erkennbar gewesen, die zu einer Abschwächung der Zunahme des realen Sozialprodukts auf 1% für das gesamte Jahr 1990 führte. Die Arbeitslosenquote stieg im März dieses Jahres auf 6¾%; das waren 1¾ Prozentpunkte mehr als zu Beginn des Jahres 1989. Von Juni 1990 bis Februar 1991 verringerte sich die Zahl der abhängig Beschäftigten um 1¼ Mio., wobei die Mehrheit der Wirtschaftszweige Verluste an Arbeitsplätzen aufwies.

Schwache
Inlandsnachfrage

Die letztjährige Schwäche war bei den meisten Komponenten der Inlandsnachfrage erkennbar: dem privaten Verbrauch, den Anlageinvestitionen und den Vorratsinvestitionen. Im vierten Quartal sanken der private Konsum um 3½% und die Anlageinvestitionen um 5½%. Rückgänge im gewerblichen und im Wohnungsbau waren Ausdruck einer generellen Schwäche am Immobilienmarkt und der hohen Zahl leerstehender gewerblicher Räume. Die Quote leerstehender Büros in New York, Los Angeles und Chicago, den drei größten Ballungsräumen in den USA, betrug 1990 14, 17 und 17%. Zahlreiche städtische Ballungsgebiete insbesondere im Südwesten der Vereinigten Staaten wiesen

Hoher Anteil
ungenutzter
Büroflächen

Quoten von weit über 20% auf. Das verarbeitende Gewerbe, auf das nur 17% der Gesamtbeschäftigung entfällt, war ebenfalls eine Schwachstelle: Mehr als die Hälfte des Beschäftigungsrückgangs seit Juni entfiel auf diesen Wirtschaftszweig. Die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie ist seit Anfang 1989 beständig zurückgegangen, zum großen Teil aufgrund von Entlassungen infolge von Produktionsdrosselungen in der Automobilindustrie.

Die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den USA wurde durch einen verbesserten Außenbeitrag etwas abgemildert, der durch einen im Jahresverlauf signifikanten Rückgang des durchschnittlichen Außenwerts des US-Dollars begünstigt wurde. Hinzu kommt, daß die Reichweite der Vorräte relativ kurz ist, weshalb, im Gegensatz zu den meisten früheren Rezessionen, nicht mit einem

Verbesserter
Außenbeitrag

Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern								
Land/Zeitraum	BSP/ BIP ¹	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nach- richtlich: Private Anlage- investi- tionen (ohne Woh- nungs- bau)
			Pri- vater Ver- brauch	Staats- ver- brauch	Anlage- investi- tionen	Vor- rats- ver- ände- rung ²	Au- ßen- bei- trag ²	
Veränderung in Prozent								
USA								
1982–89 Durchschnitt	3,8	4,1	3,8	3,2	5,6	0,1	–0,4	4,7
1988	4,5	3,3	3,6	0,2	5,6	0,0	1,2	8,3
1989	2,5	1,9	1,9	2,3	1,6	0,0	0,6	3,9
1990	1,0	0,5	0,9	2,8	–0,1	–0,7	0,5	1,8
1990 4. Q. ³	0,5	–0,5	0,1	3,8	–1,1	–1,1	1,0	2,2
Japan								
1982–89 Durchschnitt	4,3	4,5	3,8	2,4	6,2	0,1	–0,2	9,4
1988	6,3	7,6	5,3	2,2	12,2	0,6	–1,2	14,8
1989	4,7	5,7	4,3	2,1	8,8	0,2	–0,9	15,5
1990	5,6	5,8	4,1	1,4	10,7	–0,1	–0,2	13,8
1990 4. Q. ³	4,7	4,2	1,8	1,5	9,9	–0,3	0,5	12,5
Deutschland ⁴								
1982–89 Durchschnitt	2,6	2,6	2,2	1,5	3,1	0,3	0,2	5,0
1988	3,7	3,8	2,7	2,3	5,1	0,6	0,1	6,8
1989	3,9	2,7	1,7	–0,9	7,1	0,4	1,2	8,5
1990	4,5	4,7	4,2	2,6	8,2	0,0	–0,2	9,6
1990 4. Q. ³	4,8	4,5	4,0	4,7	7,6	–0,6	0,3	12,3 ⁵
Frankreich								
1982–89 Durchschnitt	2,4	2,5	2,5	1,9	3,1	0,0	–0,2	3,9
1988	4,2	4,4	3,4	2,9	8,6	0,1	–0,3	10,2
1989	3,9	3,5	3,2	0,2	7,5	0,0	0,3	8,6
1990	2,8	3,2	3,2	3,4	3,5	–0,1	–0,4	4,6
1990 4. Q. ³	2,1	2,1	2,8	3,2	1,2	–0,3	–0,1	2,2
Zu den Fußnoten und Quellen s. die Tabelle auf S. 21.								

Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern (Forts.)

Land/Zeitraum	BSP/ BIP ¹	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nach- richtlich: Private Anlage- investi- tionen (ohne Woh- nungs- bau)
			Pri- vater Ver- brauch	Staats- ver- brauch	Anlage- investi- tionen	Vor- rats- ver- ände- rung ²	Au- ßen- bei- trag ²	
Veränderung in Prozent								
Großbritannien								
1982–89 Durchschnitt	3,4	4,4	4,6	1,0	6,8	0,2	–1,1	9,5
1988	3,9	7,5	6,9	0,6	14,1	0,7	–3,7	20,3
1989	1,9	2,9	3,9	0,6	3,9	–0,4	–1,0	4,7
1990	0,7	–0,1	1,0	1,7	–1,7	–0,7	0,9	–1,5
1990 4. Q. ³	–1,4	–1,4	–1,5	0,6	–6,4	0,7	0,1	–7,4
Italien ⁶								
1982–89 Durchschnitt	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	–0,3	n.v.
1988	4,1	4,4	4,2	2,8	6,9	0,0	–0,5	9,0
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	–0,3	–0,1	5,3
1990	2,0	1,9	2,7	1,0	3,0	–0,5	0,0	3,4
Kanada								
1982–89 Durchschnitt	4,1	4,7	4,3	2,1	5,9	0,5	–0,8	5,2
1988	4,4	5,0	4,3	2,8	10,2	–0,3	–1,1	15,2
1989	3,0	4,1	3,8	2,6	4,5	0,4	–1,3	5,0
1990	0,9	0,0	1,3	3,9	–2,4	–0,9	0,9	–2,3
1990 4. Q. ³	–1,0	–2,2	–0,4	5,4	–7,2	–1,4	1,3	–5,1
Durchschnitt ⁷								
1982–89 Durchschnitt	3,6	3,9	3,6	2,5	5,3	0,1	–0,3	6,6
1988	4,7	4,9	4,2	1,3	8,8	0,2	–0,1	11,6
1989	3,3	3,2	2,8	1,5	5,5	0,1	0,0	8,8
1990	2,6	2,4	2,2	2,5	4,6	–0,3	0,2	6,6
1990 4. Q. ^{3, 8}	2,0	1,4	1,1	3,2	3,3	–0,6	0,5	5,7

¹ BSP für die USA, Japan und Deutschland. ² Beitrag zum BSP/BIP-Wachstum in Prozentpunkten. ³ Veränderung 4. Quartal gegen Vorjahr. ⁴ Auf Basis der Preise von 1980. ⁵ Ausrüstungsinvestitionen. ⁶ Quartalszahlen für 1990 nicht verfügbar. ⁷ Gewichte entsprechend BIP und Nachfragekomponenten von 1988. ⁸ Teilweise geschätzt.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

bedeutsamen Lagerabbaueffekt gerechnet wird. Die Reichweite der Vorräte hat sich 1989/90 praktisch nicht verändert, so daß sich ein Anziehen der Nachfrage rasch in Produktions- und Beschäftigungsgewinnen niederschlagen dürfte. Die Ausweitung der staatlichen Verbrauchsausgaben trug im vergangenen Jahr ebenfalls zum Ausgleich der rückläufigen privaten Nachfrage bei.

Das Defizit im Bundeshaushalt erhöhte sich im Fiskaljahr 1990 auf NIPA-Basis um \$ 27 Mrd.; mehr als die Hälfte davon war auf die sich abschwächende Wirtschaftstätigkeit selbst zurückzuführen. Im Gesamtbudget, also einschließlich der Sozialversicherung, des Erwerbs von Aktiva des Sparkassen-sektors und der Mittel für die Einlagensicherung, erhöhte sich der Fehlbetrag im

Höheres
Budgetdefizit

Haushaltsjahr 1990 um \$ 67 Mrd. auf \$ 220 Mrd. Für das Fiskaljahr 1991 erwartet man eine Ausweitung des Defizits auf \$ 318 Mrd. Die Besorgnis über die anhaltend hohen Deckungslücken führte im vergangenen November zu weiteren gesetzlichen Maßnahmen, die auf deutlich niedrigere Fehlbeträge in der Zukunft hoffen lassen. Die rezessiven Verhältnisse haben zudem die Haushaltslage der Bundesstaaten und Gemeinden verschlechtert, so daß sich die Budgetsituation für die Gesamtheit aller öffentlichen Haushalte noch verschärfte.

In Japan beschleunigte sich das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts, getragen von einer kräftigen Ausweitung der Inlandsnachfrage und insbesondere sehr hohen Investitionen, im letzten Jahr auf rund 5½%. Der private Verbrauch expandierte – trotz eines Rückgangs der Aktienkurse um 40% bis zum Jahresende gegenüber ihrem Höchststand von 1989 – mit mehr als 4%. Das japanische Wirtschaftswachstum übertraf seinen längerfristigen Potentialpfad, und die Anspannung am Arbeitsmarkt, welche die Arbeitslosenquote auf rund 2% zurückgehen ließ, hat den inflationären Druck verstärkt. Der anhaltende Arbeitskräftemangel und der hohe, im letzten Jahr weiter gestiegene Auslastungsgrad der Sachkapazitäten waren für die Ausweitung der Unternehmensinvestitionen ein maßgeblicher Faktor. Die Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) nahmen im Zeitraum 1988–90 real mit einer Jahresrate von fast 15% zu, wobei die Unternehmen bemüht waren, knappe Arbeitskräfte durch Kapital zu ersetzen und die Produktionskapazitäten auszuweiten. Japans Überschuß im Außenhandel verringerte sich infolge einer starken Ausweitung der Inlandsnachfrage und der Konjunkturabschwächung bei wichtigen Handelspartnern, namentlich den USA, was den außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß begünstigte.

Anhaltendes
Wachstum
in Japan

Die kräftige Konjunktur und der Ölpreisschock führten im vergangenen Jahr in Japan zu einer leichten Verstärkung des Preisdrucks. Der Anstieg der Großhandelspreise beschleunigte sich im zweiten Halbjahr (Dezember gegen Dezember) auf über 2%, und der Verbraucherpreisauftrieb verstärkte sich bis zum Jahresende auf fast 4%. Ein Teil des Anstiegs stand mit der vorangegangenen Wechselkursschwäche des Yen im Zusammenhang. Die realen Lohnzuwächse fielen zwar im internationalen Vergleich hoch aus, entsprachen jedoch in etwa den Produktivitätszuwächsen. Von daher rührte also kein kosteninduzierter Inflationsdruck, wie er in vielen anderen Industrieländern so deutlich in Erscheinung trat. Auch die Wirtschaftspolitik versuchte, den Preisauftrieb in Grenzen zu halten. Im Jahr 1988 wurde behutsam eine Straffung der Geldpolitik eingeleitet, die 1989 und erneut im letzten Jahr durch eine zweimalige Anhebung des Diskontsatzes und steigende kurzfristige Zinssätze verschärft wurde. Der Finanzierungsüberschuß der öffentlichen Haushalte erhöhte sich weiter auf über 3% des Bruttosozialprodukts. Nach wie vor ein Anlaß zur Sorge für die Wirtschaftspolitik ist das Anziehen der Verbraucherpreise am Jahresende 1990 und zu Beginn des laufenden Jahres.

Verstärkter
Preisdruck

Straffung
der Geldpolitik

Im Westen Deutschlands beschleunigte sich das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts im vergangenen Jahr auf 4½%. Diese Wachstumsrate ist die höchste, die das Land seit Überwindung der Rezession Mitte der siebziger Jahre verzeichnete, und insofern außergewöhnlich, als sie in der Spätphase des acht Jahre dauernden Konjunkturaufschwungs auftrat. Die Ausweitung der Inlandsnachfrage war breit gestreut, getragen von einer Zunahme der Ausrüstungs-

Kräftiges
Wachstum in
Westdeutschland

vestitionen um über 12% und einer sehr lebhaften Konsumnachfrage. Der Nachfrageanstieg, der großenteils der schnellen Vereinigung des westlichen und des östlichen Teils Deutschlands und dem damit verbundenen Kaufkrafttransfer in die ehemalige DDR zuzuschreiben war, begünstigte die außenwirtschaftliche Anpassung, indem er den Exportüberschuß verringerte.

Obwohl die Sachkapazitäten 1990 nahezu voll ausgelastet waren, stiegen die Verbraucherpreise um weniger als 3% und damit mit etwa derselben Rate wie 1989. Bei den Großhandelspreisen betrug der Anstieg weniger als 1%. Der Preisauftrieb wurde im letzten Jahr durch einen kräftigen Anstieg der Arbeitsproduktivität, eine feste D-Mark und einen im gesamten Jahr restriktiven geldpolitischen Kurs, wie er in den hohen deutschen Realzinsen zum Ausdruck kam, gebremst. Gleichwohl bleibt die Preisentwicklung ein Sorgenpunkt der Wirtschaftspolitik. Die Nominallohnzuwächse waren bis Ende 1990 auf fast 5½% geklettert, und der BSP-Deflator als umfassender Gradmesser der Inflation hatte sich auf rund 3½% erhöht.

Zusammenbruch
der ostdeutschen
Industrie

Die Wirtschafts- und Währungsunion der Bundesrepublik Deutschland mit der ehemaligen DDR im Juli, auf die im Oktober die politische Vereinigung folgte, wurde sehr schnell vollzogen und gab dem östlichen Teil des Landes in vielerlei Hinsicht wenig Zeit zur Anpassung. Sie hat zum Zusammenbruch der ostdeutschen Industrie geführt, hauptsächlich weil ihre Produkte gegenüber westlichen Erzeugnissen von der Qualität, der Produktpalette und der Kostenstruktur her nicht wettbewerbsfähig sind. Folglich hat sich die Inlandsnachfrage zu einem großen Teil auf westliche Erzeugnisse verlagert. Im letzten Jahr mußten in den östlichen Bundesländern zahlreiche Produktionsbetriebe schließen, die Produktion sank, und die Arbeitslosigkeit stieg. Im Februar 1991 war fast ein Drittel der Erwerbsbevölkerung entweder arbeitslos oder leistete Kurzarbeit. Massive staatliche Transferzahlungen, mit denen während des Übergangs zu einer Privatwirtschaft das Einkommensniveau abgesichert und die ökonomische Anpassung erleichtert werden sollen, stützten indes die Nachfrage.

Starker Anstieg
des Budget-
defizits

Durch die Transferausgaben für die östlichen Bundesländer wandelte sich der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte von einer kleinen Überschussposition 1989 in ein Defizit von 3% des Bruttoinlandsprodukts im letzten Jahr. Trotz der im Frühjahr und Sommer dieses Jahres in Kraft tretenden Erhöhung von Steuern und Sozialabgaben, die allein 1991 zusätzliche Einnahmen von DM 35 Mrd. (rund 1¼% des BSP) erbringen soll, werden weiterhin hohe Haushaltsdefizite erwartet. Die mit der Vereinigung verbundenen Kosten und Probleme werden nunmehr als sehr viel größer und der Übergangsprozeß als sehr viel länger eingeschätzt als ursprünglich vorausgesehen. So hat beispielsweise die Ungewißheit darüber, ob Grundstücke und Gebäude an die Eigentümer zurückgegeben werden, die sie vor der Kollektivierung besaßen, oder ob diese entschädigt werden, private Investitionen behindert und die Übertragung von Eigentum erschwert. Überdies erwies sich die Privatisierung früherer Staatsbetriebe als schwierig. Die fünf führenden Wirtschaftsforschungsinstitute in Deutschland sagen für dieses Jahr einen weiteren Produktionsrückgang in den neuen Ländern um real 10–20% voraus. Als Antwort auf die wachsende Arbeitslosigkeit und starken Produktionseinbrüche wurden im März ein weiteres staatliches Ausgabenprogramm für 1991/92 in Höhe von DM 24 Mrd.

Probleme
der Vereinigung

für Investitionen in Schulen und Krankenhäusern sowie eine Reihe von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen beschlossen.

Übrige große Industrieländer

Nachdem in *Großbritannien* und *Kanada* der Kurs der Geldpolitik mehrfach verschärft worden war, zeigten sich dort im vergangenen Jahr, wie weitgehend erwartet, deutlich rezessive Tendenzen. Überraschungen stellten dagegen *Frankreich* und *Italien* dar, wo die konjunkturelle Abschwächung zum Teil mit hohen Realzinsen und einem Lagerabbau zu tun hatte.

Großbritannien befand sich im zweiten Halbjahr 1990 tief in der Rezession. Produktionsrückgänge im dritten und vierten Quartal bewirkten, daß das Wirtschaftswachstum des Jahres nur etwa $\frac{3}{4}\%$ erreichte. Die Wirtschaftstätigkeit verlangsamte sich bereits seit mehr als zwei Jahren, während es in den Jahren davor, als die Wirtschaft sehr kräftig expandiert hatte, zur Bildung eines Nachfrageüberhangs gekommen war, der einen beschleunigten Preisauftrieb bewirkte. Die Inflation, gemessen am Einzelhandelspreisindex, erreichte im Oktober des vergangenen Jahres mit rund 11% einen Höchststand und bildete sich dann bis März 1991 wieder auf rund 8% zurück. Die Gemeindesteuer (Kopfsteuer) und steigende Hypothekarzinsen trugen 1990 rund 3 Prozentpunkte zum Preisniveausprung bei. Aber auch wenn man diese Komponenten ausklammert, beschleunigte sich der Preisanstieg im Zusammenhang mit den in der Tendenz hohen Lohnzuwächsen und der konjunkturbedingten Abnahme der Produktivität. Die Arbeitslosigkeit erreichte im April 1990 mit rund $5\frac{1}{2}\%$ einen Tiefstand und kletterte danach in den ersten Monaten dieses Jahres rasch auf über 7%. Die Industrieproduktion erreichte im Juni einen Höchststand und nahm in der Folge im weiteren Verlauf des Jahres 1990 und auch noch zu Beginn des Jahres 1991 stetig ab. Die Höhen und Tiefen des Konjunkturzyklus in Großbritannien fanden auch am Immobilienmarkt ihren Niederschlag. Die Preise für Wohnbauten und gewerbliche Immobilien, die zuvor stark angestiegen waren, waren im letzten Jahr rückläufig. Im März dieses Jahres wurde zunächst eine Senkung und schließlich die Aufhebung der unpopulären Kopfsteuer bekanntgegeben, an deren Stelle 1993/94 eine Grund- und Haussteuer treten soll, flankiert von einer tiefgreifenden Reform der kommunalen Finanzen. Eine Erhöhung der Mehrwertsteuer wird die Kopfsteuer zum Teil ersetzen.

Rezession
und Inflations-
beschleunigung
in Groß-
britannien

Steuerreform

In *Kanada* machten sich im vergangenen Jahr ebenfalls rezessive Tendenzen bemerkbar, wobei das reale Bruttoinlandsprodukt in den letzten drei Quartalen zurückging und sich die Industrieproduktion fortlaufend abschwächte. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich von März 1990 bis März dieses Jahres um 3 Prozentpunkte, worin sich vor allem ein starker Rückgang der Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe niederschlug. Die meisten Kennzahlen deuten auf eine etwas mildere Rezession als in den frühen achtziger Jahren hin – in erster Linie deshalb, weil die Überhitzung geringer war und die Lagerhaltung nicht hoch ist. Der Verbraucherpreisanstieg lag im letzten Jahr noch immer bei rund 5% und spiegelte starke Nominallohnsteigerungen und einen konjunkturbedingten Rückgang der Produktivität wider. Von der Zentralbank und dem Finanzministerium gemeinsam im Februar 1991 offiziell bekanntgegebene, sich der Preisstabilität annähernde Zielvorgaben für die Inflationsrate sollen die Inflationserwar-

Abschwung
in Kanada

tungen auf mittlere Sicht dämpfen. Von dem Einmaleffekt der Einführung einer Steuer auf Waren und Dienstleistungen im Januar dürfte allerdings ein zusätzlicher Preisdruck ausgehen. Die Position des öffentlichen Haushalts verschlechterte sich im letzten Jahr aufgrund der nachlassenden Konjunktur etwas, obwohl die Einnahmen durch die 1989 eingeleitete Steuerreform unerwartet begünstigt wurden.

Langsameres
Wachstum
in Frankreich ...

In *Frankreich* verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr auf 2¾%, wobei die Produktion im vierten Quartal vor allem aufgrund eines Einbruchs der Unternehmensinvestitionen zurückging. Die nachlassende Auslandsnachfrage, der Ölpreisanstieg und die reale Höherbewertung des französischen Franc gegenüber nicht dem EWS-Wechselkursmechanismus angehörenden Währungen trugen für das Jahr insgesamt zu einem Rückgang des Außenbeitrags bei. Die hohen Realzinsen, wie sie auch die meisten anderen dem EWS-Wechselkursverbund angehörenden Länder aufwiesen, waren ebenfalls ein Faktor, der das Wachstum der Inlandsnachfrage bremste. Die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit scheint breit gestreut gewesen zu sein: Die industrielle Erzeugung lag Ende 1990 5% unter ihrem Höchststand von August, und in anderen Wirtschaftszweigen gab es in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls Einbrüche. Die Arbeitslosigkeit, die in den ersten Monaten des Jahres 1990 abgenommen hatte, stabilisierte sich im weiteren Jahresverlauf bei 9%, um dann Anfang dieses Jahres anzusteigen. Die Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs blieb mit 3½% annähernd stabil.

... und in Italien

In *Italien* verlangsamte sich infolge einer generellen Abschwächung der Inlandsnachfrage das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 3% im Jahr 1989 auf etwa 2% im letzten Jahr. Anzeichen einer verhalteneren Wirtschaftstätigkeit waren bereits im ersten Halbjahr 1990 in Gestalt einer rückläufigen Industrieproduktion, einer geringeren Kapazitätsauslastung und abnehmender Auftragseingänge erkennbar; im zweiten Halbjahr kam ein Rückgang der Bautätigkeit im Wohnungs- und gewerblichen Bau und der Ausrüstungsinvestitionen hinzu. Ein Lagerabbau im Jahresverlauf trug ebenfalls zur Abschwächung des Wachstums der Inlandsnachfrage bei. Die anhaltende Zunahme des privaten Verbrauchs mit einer Rate von 2¾% für das Jahr insgesamt verhinderte, daß die Wirtschaft noch stärker in die Rezession glitt. Hohe Realzinsen spielten bei der Konjunkturverlangsamung auch eine Rolle. Seit 1988 hat sich das Inflationsgefälle zu den Partnerländern im Wechselkursverbund nicht mehr wesentlich verringert. Hohe Nominallohnzuwächse waren ein bedeutender Faktor, aber auch der Einfluß höherer indirekter Steuern auf das Preisniveau und der vorübergehende Ölpreisanstieg spielten eine Rolle. Die Nettokreditaufnahme des Staates war im letzten Jahr im großen und ganzen wenig verändert, da sich Fortschritte bei der Konsolidierung des Haushalts vor dem Hintergrund eines steigenden Zinsaufwands für die hohe Staatsverschuldung und anhaltender Probleme bei der Begrenzung anderer Ausgabenpositionen als schwierig erwiesen.

Die kleineren Industrieländer

Auch in den kleineren Industrieländern schwächte sich, wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, im vergangenen Jahr die Wirtschaftstätigkeit – wenn auch bei recht unterschiedlichen gesamtwirtschaftlichen Ergebnissen der einzelnen

Staaten – im allgemeinen ab. Die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts lag mit durchschnittlich 2½% um rund 1 Prozentpunkt niedriger als 1989, was in erster Linie auf einen Rückgang des Wachstumstempos der Anlageinvestitionen auf nur noch 1½% zurückzuführen war (nach einem durchschnittlichen Anstieg von über 7½% in den Jahren 1988/89). Die Preisentwicklung war ebenfalls unterschiedlich: Die eine Hälfte der Länder verzeichnete eine Verlangsamung und die andere eine Beschleunigung des Preisauftriebs. In vielen Ländern schwenkte die Geldpolitik auf einen restriktiven Kurs ein, mancherorts wurde sie weiter gestrafft.

In mehreren europäischen Ländern, namentlich den Niederlanden, Belgien und Österreich, die von der Wechselkursanbindung und dem Handel mit der dynamischen deutschen Wirtschaft profitierten, blieb die Produktions- und Preisentwicklung weiterhin günstig. Wenngleich sich Dänemarks enge Handelsbeziehungen zu Deutschland 1990 erstmals seit mehr als fünfundzwanzig Jahren in einem Leistungsbilanzüberschuß niederschlugen, kam das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts als Folge eines Einbruchs bei den Bruttoanlageinvestitionen nicht über 1½% hinaus. Die Konjunktur in Dänemark war nicht im Gleichschritt mit der Wirtschaftsentwicklung in den meisten anderen europäischen Ländern gewesen und beginnt sich jetzt, begleitet von zahlreichen Strukturreformen, in einem von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld

Günstige Entwicklung in mehreren europäischen Ländern

Langsame Erholung in Dänemark

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern									
Land	BIP von 1988 in Mrd. US-\$	Reales Bruttoinlandsprodukt ¹				Reale Bruttoanlageinvestitionen			
		1980–87	1988	1989	1990 ²	1980–87	1988	1989	1990 ²
		Veränderung in Prozent							
Australien	247	3,3	3,5	4,6	1,5	2,4	8,2	10,0	– 6,4
Belgien	151	1,1	4,6	4,0	3,7	–1,6	13,4	13,5	7,0
Dänemark	108	2,4	0,5	1,2	1,6	2,8	–6,6	0,2	– 1,0
Finnland	106	2,9	5,4	5,2	0,0	2,4	10,5	13,1	– 1,8
Griechenland	53	1,1	4,0	2,9	1,0	–3,8	8,8	8,6	4,0
Irland	33	2,3	3,9	5,9	5,3	–2,7	4,6	11,3	8,3
Israel	42	3,5	2,1	1,6	5,1	1,8	–0,5	–5,5	4,4
Neuseeland	42	2,3	1,7	0,8	1,2	5,4	0,5	7,2	4,9
Niederlande	227	1,1	2,9	4,1	3,5	1,0	9,2	3,9	3,1
Norwegen	89	3,3	–0,5	0,4	1,8	3,7	1,6	–4,8	–28,5
Österreich	127	1,4	3,9	4,0	4,6	0,4	6,0	5,5	6,9
Portugal	42	1,9	4,0	5,4	3,9	0,3	15,0	7,5	9,0
Schweden	182	2,0	2,3	2,1	0,3	2,4	6,0	10,9	– 1,8
Schweiz	183	1,7	2,9	3,5	2,6	4,1	6,9	6,0	2,6
Spanien	344	2,2	5,2	4,8	3,6	2,3	14,2	13,2	7,9
Südafrika	89	1,1	4,1	2,1	–0,9	–4,2	8,9	5,4	– 1,4
Türkei	71	5,5	3,6	1,7	10,2	6,0	–1,4	–0,7	8,7
Durchschnitt ³	–	2,2	3,4	3,5	2,6	1,7	7,8	7,6	1,5

¹ Türkei: reales Bruttosozialprodukt. ² Vorläufig. ³ Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1988.
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

zu erholen. In Irland erhöhten sich im vergangenen Jahr die realen Anlageinvestitionen um mehr als 8%, die Produktion um $5\frac{1}{4}\%$, und der Anstieg der Verbraucherpreise verringerte sich auf $2\frac{3}{4}\%$ – Entwicklungen, die im krassen Gegensatz zu den meisten Jahren des vorangegangenen Jahrzehnts stehen. Auch in Belgien und Österreich trug 1990 die Ausweitung der Anlageinvestitionen positiv zur gesamtwirtschaftlichen Leistung bei, wenngleich in letzter Zeit die Wirtschaftsindikatoren für Belgien auf eine Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hindeuten. In Spanien schwächte sich das Produktionswachstum im vergangenen Jahr auf $3\frac{1}{2}\%$ ab, was teilweise der verhalteneren, aber immer noch robusten Investitionskonjunktur zuzuschreiben war. Der Preisauftrieb verlangsamte sich etwas als Reaktion auf die Straffung der Geldpolitik zur Jahresmitte 1989, war jedoch 1990 mit $6\frac{1}{2}\%$ noch immer beträchtlich höher als in vielen Partnerländern im Wechselkursverbund.

Nach mehreren Jahren starken Wirtschaftswachstums bildete sich in einer Reihe von Ländern ein Nachfrageüberhang heraus, der zu hohem und zunehmendem inflationären Druck, einer restriktiveren Geldpolitik und – in jüngster Zeit – zu konjunkturellem Abschwung führte. Schweden, Australien und Finnland etwa verzeichneten im vergangenen Jahr einen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit im Zusammenhang mit einer restriktiveren Geldpolitik. Hohe Realzinsen waren ein Faktor, der in Australien die Bruttoanlageinvestitionen um mehr als 6% zurückgehen ließ. Der kräftige Aufschwung in der Schweiz seit 1985 führte zu sehr angespannten Verhältnissen am Güter- und Arbeitsmarkt, die mit dazu beitrugen, daß die Inflationsrate 1989/90 bei 5% lag. Die verhaltenerere Wirtschaftstätigkeit im vergangenen Jahr folgte auf die zunehmende Straffung der Geldpolitik. Schweden wies 1990 trotz rezessiver Tendenzen eine auf etwa 11% gestiegene Inflationsrate auf, was zum Teil allerdings mit der umfassenden Steuerreform und insbesondere mit der Erweiterung der Bemessungsgrundlage der Mehrwertsteuer zusammenhing. Die konjunkturelle Abkühlung in Schweden beruht teilweise auch auf einer zunehmenden Verschlechterung seiner internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

In mehreren kleineren Industrieländern waren andere Sondereinflüsse am Werk. Der Abschwung in Finnland 1990 und der prognostizierte Produktionsrückgang in diesem Jahr, der erste seit Ende des zweiten Weltkriegs, hatten neben konjunkturellen Gründen ihre Ursache auch im rückläufigen Handel mit der Sowjetunion, in dem sich die Wirtschaftskrise dieser Nation und der Übergang von bilateralen Verrechnungen zu einem Handel in harter Währung widerspiegelte. Neuseelands Wirtschaft versucht weiterhin, mit den seit Mitte der achtziger Jahre eingeleiteten weitreichenden Strukturreformen zurechtzukommen, darunter eine Deregulierung der Löhne, Preise, Zinssätze und des Wechselkurses, eine Senkung der Steuersätze, die Aufhebung von Subventionen, Privatisierungsmaßnahmen und im letzten Jahr die Gewährung größerer Unabhängigkeit an die Zentralbank. Zwar wurde die Teuerung 1990 auf unter 5% gedrückt, jedoch stagniert das Produktionswachstum praktisch seit 1985, was die Arbeitslosenquote mehr als verdoppelte. Um die mittelfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaft zu verbessern, gab die Regierung im Dezember letzten Jahres Reformen auf dem Arbeitsmarkt und am Wohlfahrtsystem sowie Maßnahmen zur Reduzierung des Haushaltsdefizits bekannt. In

Abschwung
in Schweden,
Australien
und Finnland

Inflation
in der Schweiz

Schwedische
Steuerreform

Deregulierung
in Neuseeland

Portugal hat eine robuste Investitionskonjunktur, die auch eine Zunahme ausländischer Direktinvestitionen um 45% im Jahre 1990 einschloß, das schnelle Wirtschaftswachstum seit dem Beitritt des Landes zur Europäischen Gemeinschaft im Jahr 1986 gestützt. Allerdings beschleunigte sich die Inflation im vergangenen Jahr auf fast 14%, und das Budgetdefizit bleibt mit 7½% des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1990 ein ernstes Problem. Die großen Ungleichgewichte in der griechischen Wirtschaft verstärkten sich im vergangenen Jahr angesichts einer auf über 20% steigenden Inflation; das Leistungsbilanzdefizit weitete sich kräftig auf über 5% des Bruttoinlandsprodukts aus; und das Produktionswachstum schwächte sich ab. Zudem übertraf das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in Griechenland 1990 19% des Bruttoinlandsprodukts, was den Anstoß für das Bündel finanzpolitischer Sparmaßnahmen gab, das das Parlament im Dezember verabschiedete.

Ungleichgewichte
in Griechenland

Staatsverschuldung, Staatsdefizite und öffentliche Investitionen

Die finanzielle Position der öffentlichen Haushalte in den Industrieländern verschlechterte sich im letzten Jahr, wobei die Nettokreditaufnahme im Durchschnitt von 1% auf 1½% des Bruttoinlandsprodukts stieg. Die konjunkturelle Abschwächung war hauptursächlich für die Verschlechterung des Finanzierungssaldos in den USA, Großbritannien, Schweden, Finnland und in anderen Ländern, da das schwächere Wachstum die Einnahmen sinken und die Ausgaben steigen ließ. In Deutschland waren dagegen allein „strukturelle“ Faktoren für die beträchtliche Verschlechterung des Finanzierungssaldos der öffentlichen Haushalte verantwortlich; auch in den USA trugen sie zu der ungünstigeren finanziellen Position des Gesamthaushalts bei. In Deutschland kehrte sich im letzten Jahr der Finanzierungssaldo der zentralen öffentlichen Haushalte – hauptsächlich infolge der Kosten der deutschen Vereinigung, teilweise aber auch aufgrund des Inkrafttretens der letzten Stufe der Steuerreform – von einem geringen Überschuß im Jahr 1989 in ein Defizit von über 3% des Bruttoinlandsprodukts um. In den Vereinigten Staaten wurden die Ausgaben zur Abdeckung der Kosten der Einlagenversicherung – einschließlich der Ausgaben im Zusammenhang mit den in Konkurs gegangenen Finanzinstituten und der Ausstattung der Resolution Trust Corporation mit Betriebskapital – für das Haushaltsjahr 1990 auf über \$ 55 Mrd. veranschlagt, was erheblich zur Deckungslücke des Gesamtbudgets beitrug. In Kanada verhalfen unerwartete Mehreinnahmen als Folge der 1988 mit einer Senkung der Steuersätze und einer Erweiterung der Bemessungsgrundlage der Einkommen- und Körperschaftsteuer eingeleiteten umfassenden Steuerreform dazu, daß der Finanzierungssaldo des Staatshaushalts trotz einer sich abschwächenden Wirtschaft gestützt wurde.

Verschlechterung
der Budget-
positionen im
vergangenen Jahr

Öffentliche Haushaltskonsolidierung und Staatsverschuldung

Die letztjährige Verschlechterung der Lage der öffentlichen Haushalte in den Industrieländern war der erste Rückschlag in der Haushaltskonsolidierung seit Mitte der achtziger Jahre. Mit Hilfe des kräftigen und langanhaltenden Wirtschaftsaufschwungs konnte das staatliche Finanzierungsdefizit in den Industrieländern bis 1989 durchschnittlich auf rund 1% des Bruttoinlandsprodukts ge-

Längerfristige
Bemühungen
um Haushalts-
konsolidierung

senkt werden, den niedrigsten Wert seit Anfang der siebziger Jahre. Acht Länder hatten einen ausgeglichenen Finanzierungssaldo bzw. eine Überschußposition erreicht (Australien, Deutschland, Finnland, Großbritannien, Japan, Norwegen, Schweden und die Schweiz). Einen besonders dramatischen Umschwung in der Finanzierungsposition des öffentlichen Haushalts verzeichneten seit den frühen achtziger Jahren Schweden, Irland und Dänemark (s. die umstehende Grafik). Der Rückgang des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte in den USA von rund 3½% des Bruttosozialprodukts im Jahr 1986 auf 1¾% im Jahr 1989 war zwar relativ kleiner, in absoluten Zahlen jedoch bedeutend. Dagegen vermochten die Niederlande und Italien nur geringe Fortschritte bei der Reduzierung ihrer recht hohen Haushaltsdefizite zu erzielen, und Griechenland stellte mit seiner staatlichen Neuverschuldung in den Jahren 1989/90 einen neuen Rekord auf.

In den meisten Industrieländern konnte durch Maßnahmen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttosozialprodukt stabilisiert oder gesenkt werden. Die öffentliche Gesamtverschuldung nahm in den Industrieländern ab Mitte der siebziger Jahre im Durchschnitt rasch zu und erreichte 1987 mit rund 60% des Bruttoinlandsprodukts einen Höchststand; 1990 lag ihr Anteil dann wieder 2 Prozentpunkte niedriger. Bis 1989 hatten die meisten Industrieländer ihre Staatsverschuldungsquote stabilisiert oder verringert. In Belgien und Irland hatte die Staatsschuldenquote einen Spitzenwert von ca. 135% erreicht, bevor sie sich in den letzten Jahren zurückbildete. Besonders große Fortschritte bei ihrer Reduzierung erzielten Großbritannien, Schweden, Dänemark, Irland und – in geringerem Maße – Japan.

Steigende
Zinszahlungen

Der vorherige Anstieg der Staatsschuldenquote hatte eine stetige Zunahme der Zinszahlungen und sogar einen „Schneeballeffekt“ zur Folge gehabt, d.h. es wurden neue Verbindlichkeiten eingegangen, um die Zinszahlungen auf Alt-schulden abzudecken, womit sich die Schuldenlast weiter erhöhte. Die steigenden Zinszahlungen wirkten ihrerseits expansiv auf die Gesamtausgaben des Staates und „verdrängten“ einige diskretionäre Ausgaben, da die Regierungen bemüht waren, aus Gründen der Effizienz und des Wettbewerbsdrucks Steuer-erhöhungen gering zu halten. Hinzu kam, daß Mehreinnahmen infolge der „kal-ten Progression“ in dem über weite Strecken der achtziger Jahre von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld stark zurückgingen. Überdies machten die hohen Realzinsen der achtziger Jahre den Schuldendienst kostspieliger.

Staatsausgaben
unter Druck

Die Folge dieser Entwicklungen war ein geringerer Handlungsspielraum in bezug auf Struktur, Zusammensetzung und Zeitpunkt der Ausgaben. Im vergan-genen Jahr machten die Zinszahlungen auf die Staatsschuld relativ zu den Ge-samtausgaben in den Industrieländern 6½% aus, womit sie nur geringfügig unter ihrem Höchstwert von 1985/86 lagen. In Italien, Belgien und Griechenland belief sich der Zinsaufwand auf 18–21% der Gesamtausgaben. In den Vereinigten Staa-ten betrug der Anteil der Nettozinszahlungen rund 7% der Gesamtausgaben der öffentlichen Haushalte; im Rahmen des Bundeshaushalts waren es jedoch fast 15%.

Anstieg
der öffentlichen
Verschuldung

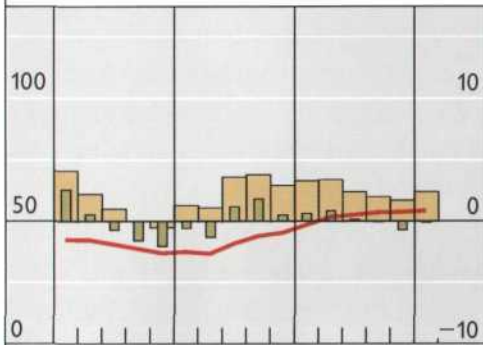
Die Fortschritte bei der Konsolidierung des öffentlichen Haushalts brach-ten in den meisten Industrieländern die starke Zunahme der Zinsausgaben schließlich zum Stillstand. Der vorherige Anstieg der Verschuldung hatte diesen

Öffentliche Gesamtverschuldung und Defizit der öffentlichen Haushalte

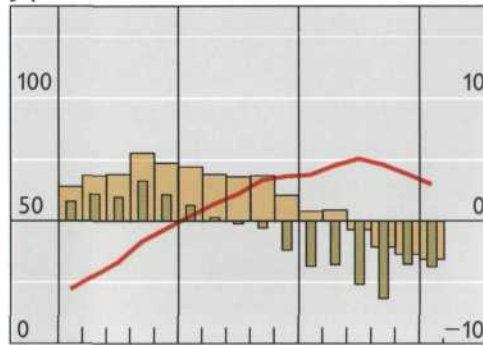
In Prozent des BSP/BIP

- Öffentliche Gesamtverschuldung (linke Skala)
- Defizit der öffentlichen Haushalte (rechte Skala; — = Überschuß)
- Primärdefizit (rechte Skala; — = Überschuß)

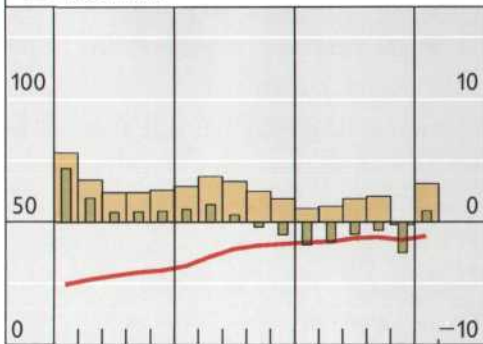
USA



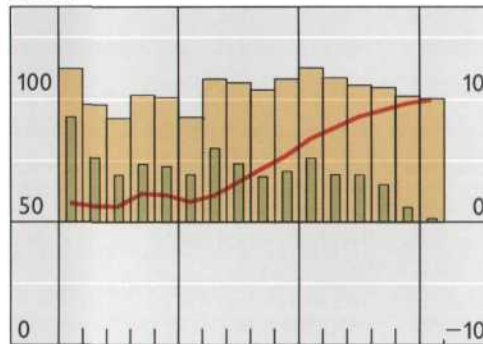
Japan



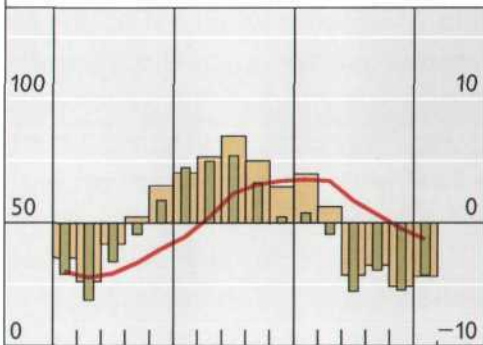
Deutschland



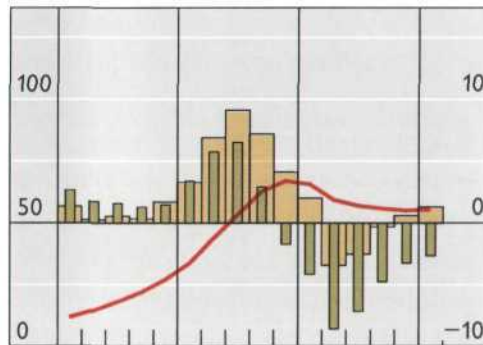
Italien



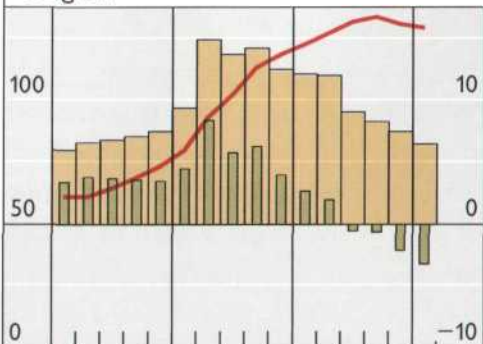
Schweden



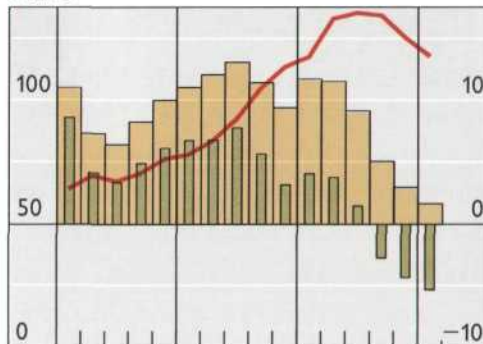
Dänemark



Belgien



Irland



Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Prozeß allerdings sehr erschwert. In den meisten Industrieländern waren die Kürzungen des nicht durch die Zinsausgaben verursachten Defizits (Saldo des Primärhaushalts) sehr groß (s. die nebenstehende Grafik). Dies verdeutlicht, daß selbst einschneidende Kürzungen in diesem Bereich nur einen geringen Effekt auf das Gesamtdefizit haben. Die meisten Industrieländer wiesen im vergangenen Jahr in ihrem Primärhaushalt Überschüsse auf: Japan über 3%, Australien, Belgien und Schweden 4% oder darüber und Irland mehr als 5% des Bruttoinlandsprodukts.

Finanzpolitische Zwänge

Wie wünschenswert es ist, mittelfristig die öffentlichen Finanzen zu konsolidieren und den Stand der Staatsverschuldung zu senken, verdeutlicht die gegenwärtige Entwicklung. Aufgrund eines langen Prozesses der Haushaltskonsolidierung in den achtziger Jahren war die Bundesrepublik Deutschland aus der Sicht der öffentlichen Finanzen in einer guten Ausgangslage, um die enormen Kosten im Zusammenhang mit der Vereinigung im letzten Jahr zu verkraften. Angesichts einer in etwa ausgeglichenen Haushaltsposition zu Beginn des Jahres traf die starke Ausweitung der Ausgaben auf keine größeren Finanzierungsschwierigkeiten, und die langfristigen Zinsen blieben – nach dem anfänglichen starken Anstieg im Februar 1990 – stabil. Der veranschlagte Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte hat mit rund 3–4% des Bruttoinlandsprodukts eine ähnliche Größenordnung wie der in den frühen achtziger Jahren und liegt unter dem 1975 verzeichneten Defizit von 5½%. Eine ähnliche Situation bestand in Großbritannien, wo die im vergangenen Jahrzehnt betriebene Haushaltskonsolidierung dazu beitrug, daß die Finanzen der öffentlichen Haushalte 1988–90 mit einer Überschußposition abschlossen. Diese günstige Ausgangslage ermöglichte es der britischen Regierung, im März 1991 ein Budget vorzulegen, in welchem eine substantielle Erhöhung der Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors auf 1% des Bruttoinlandsprodukts im Haushaltsjahr 1991/92 und auf 2% für 1992/93 eingeplant ist, was die Inlandsnachfrage in der Rezession stützen wird.

Einengung der
antizyklischen
Fiskalpolitik

Der gezielte Einsatz der Finanzpolitik für antizyklische Zwecke, d.h. die Änderung von Steuern und Ausgaben in dem Bestreben, die Konjunkturschwankungen zu dämpfen, ist in den achtziger Jahren außer Mode gekommen. Dies ist teilweise auf wachsende Zweifel an der Fähigkeit der Regierungen zurückzuführen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im richtigen Moment so zu beeinflussen, daß dadurch einem konjunkturellen Umschwung entgegengewirkt wird. Ein weiterer Grund besteht darin, daß die Ausweitung der Staatsverschuldung und die hohen strukturellen Haushaltsdefizite keinen Spielraum lassen. Beispielsweise sollten eigentlich die „automatischen Stabilisatoren“ helfen, den Konjunkturabschwung in den USA und Kanada etwas abzumildern. Ihre Wirkung dürfte jedoch teilweise infolge diskretionärer Maßnahmen der Finanzpolitik neutralisiert werden. Anders ausgedrückt: Jüngste Schritte zur Erhöhung der Verbrauchsabgaben und zur Beschränkung der Ausgabenexpansion hätten einen dämpfenden Einfluß auf die Wirtschaftsentwicklung in diesem Jahr, gäbe es nicht die automatischen Stabilisatoren.

Ganz allgemein läßt sich feststellen, daß in vielen Ländern das Anwachsen der öffentlichen Verschuldung während mehr als eines Jahrzehnts den Spielraum

für eine antizyklische Fiskalpolitik eingeengt und die diskretionäre Politik den Währungsbehörden aufgebürdet hat. In vielen Ländern wie Belgien, Italien und den Niederlanden wiegt dieses Problem besonders schwer, weil die bisher bei der Haushaltskonsolidierung erzielten Fortschritte zum großen Teil der guten Wirtschaftslage zu verdanken sind („Wachstumsdividende“), die in einem konjunkturellen Abschwung schnell verlorengehen könnten. Hinzu kommt, daß Länder mit einem hohen Schuldenstand besonders anfällig gegenüber einem Zinsanstieg sind, da dadurch die Kosten des Schuldendienstes in die Höhe getrieben werden und sich die Finanzierungsposition des Staates verschlechtert.

Belastung
der Geldpolitik

Zusammensetzung der Ausgaben und öffentliche Investitionen

Die Zusammensetzung der Staatsausgaben in den großen Industrieländern wurde hauptsächlich von der Zunahme der Transferzahlungen (ohne Zinsen), wie sie in der nebenstehenden Tabelle ausgewiesen sind, beeinflusst. Die Gesamtausgaben des Staates (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts) in diesen Ländern stiegen zwischen den sechziger und den achtziger Jahren um mehr als 9 Prozentpunkte; davon entfielen 6 Punkte auf die Transferzahlungen (ohne Zinsen), 2½ Punkte auf den Bruttozinsaufwand und ½ Punkt auf den Verbrauch. Die öffentlichen Investitionsausgaben nahmen dagegen ab. Beim Staatsverbrauch fiel die durchschnittliche Zunahme gering aus, teils wegen des größeren BIP-Gewichts Japans in der jüngsten Periode (Japan hat von allen großen Industrieländern in Relation zum Bruttoinlandsprodukt den niedrigsten Staatsverbrauch), teils wegen der geringen Zunahme in den Vereinigten Staaten von nur ¼ Prozentpunkt zwischen den beiden Perioden.

Starker Anstieg
der öffentlichen
Transferzahlungen
und Zins-
aufwendungen

Die staatlichen Nettoinvestitionen (in Straßen, Brücken, Flughäfen usw.) nahmen in den achtziger Jahren auf nur 2½% des Bruttoinlandsprodukts ab, wobei von den großen Industrieländern die Vereinigten Staaten am wenigsten (¼%) und Japan am meisten (5¾%) investierten. In den USA, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Kanada machte der Rückgang der staatlichen Investitionsausgaben von den sechziger zu den achtziger Jahren mehr als 1% des Bruttoinlandsprodukts aus. Das viel größere BIP-Gewicht Japans in der jüngsten Periode und die Ausweitung der öffentlichen Investitionen in diesem Land wirken sich auf den Durchschnittswert in der Weise aus, daß sie die Rückgänge in anderen Industrieländern teilweise aufwiegen.

Sinkende
öffentliche
Investitionen

Bei dem Versuch der Regierungen, die öffentlichen Finanzen zu konsolidieren, stellte es sich als leichter heraus, die diskretionären öffentlichen Investitionsvorhaben zu kürzen, als die Transferausgaben und – in geringerem Ausmaß – den Staatskonsum (der zu einem großen Teil aus den Löhnen und Gehältern der Staatsbediensteten besteht). Im Rückgang der öffentlichen Investitionen schlägt sich auch die Fertigstellung großer Infrastruktursysteme in vielen Industrieländern, in manchen das Ende des Wiederaufbaus nach dem Krieg, und eine kritischere Einschätzung des Ertrags staatlicher Investitionstätigkeit nieder. Japan investiert hingegen weiterhin beträchtlich in die öffentliche Infrastruktur, teilweise wegen des mancherorts relativ unterentwickelten Zustands seiner Infrastruktur im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern und teilweise wegen der zunehmenden Überlastung bestehender Einrichtungen. Gleichwohl gilt für die Vereinigten Staaten, daß sich die Infrastruktur im

Ausgabenstruktur der öffentlichen Haushalte in den großen Industrieländern

Land/Zeitraum	Insgesamt	davon						Nachrichtlich	
		Verbrauch	Investitionen		Transferzahlungen	Zinsen ¹		Finanzierungssaldo	Ersparnis ²
			brutto	netto		brutto	netto		
in Prozent des Bruttoinlandsprodukts									
USA									
1960–69	29,0	17,6	2,9	1,6	6,6	1,9	1,5	– 0,4	0,7
1970–79	32,2	17,7	2,0	0,6	10,1	2,4	1,7	– 1,2	–1,0
1980–89	35,8	17,9	1,6	0,3	11,8	4,5	3,1	– 3,4	–3,3
Veränderung ³	6,8	0,3	–1,3	–1,3	5,2	2,6	1,6	– 3,0	–4,0
Japan									
1960–69	18,4	7,9	4,8	4,3	5,3	0,5	–0,2	1,0	5,8
1970–79	25,2	9,0	6,2	5,7	8,7	1,3	0,1	– 1,7	4,4
1980–89	33,0	9,7	6,3	5,7	12,9	4,1	1,4	– 1,4	4,4
Veränderung ³	14,6	1,8	1,5	1,4	7,6	3,6	1,6	– 2,4	–1,4
Deutschland									
1960–69	36,7	15,0	5,8	5,4	15,2	0,7	–0,6	0,7	5,8
1970–79	45,0	18,6	6,0	5,5	19,1	1,2	0,3	– 1,7	3,3
1980–89	47,7	19,8	4,4	3,7	20,8	2,7	1,2	– 2,0	1,3
Veränderung ³	11,0	4,8	–1,4	–1,7	5,6	2,0	1,8	– 2,7	–4,5
Frankreich									
1960–69 ⁴	38,0	13,1	4,8	4,1	18,9	1,2	0,4	0,4	4,1
1970–79	42,1	16,0	4,9	3,7	20,1	1,1	0,0	– 0,4	2,4
1980–89	51,4	19,0	4,5	2,7	25,5	2,5	1,3	– 2,1	–0,4
Veränderung ³	13,4	5,9	–0,3	–1,4	6,6	1,3	0,9	– 2,5	–4,5
Großbritannien									
1960–69	35,4	16,8	4,5	3,5	10,1	3,9	2,5	– 1,0	2,5
1970–79	42,5	19,4	5,6	4,4	13,5	4,0	2,1	– 2,6	1,3
1980–89	45,1	20,9	3,2	2,0	16,5	4,5	2,5	– 2,4	–0,7
Veränderung ³	9,7	4,1	–1,3	–1,5	6,4	0,6	0,0	– 1,4	–3,2
Italien									
1960–69 ⁴	32,5	13,9	3,9	3,6	13,2	1,4	0,9	– 2,0	1,3
1970–79 ⁴	40,8	15,3	4,3	4,0	17,4	3,7	2,8	– 7,8	–4,1
1980–89	49,5	16,4	5,1	4,8	20,4	7,6	6,9	–11,1	–6,7
Veränderung ³	17,0	2,5	1,2	1,2	7,2	6,2	6,0	– 9,1	–8,0
Kanada									
1960–69	30,8	15,5	4,3	3,0	8,0	3,1	1,1	– 0,4	2,3
1970–79	38,6	19,3	3,7	2,3	11,4	4,2	0,0	– 0,9	1,3
1980–89	46,5	20,4	3,3	1,8	14,8	8,0	1,9	– 4,8	–3,0
Veränderung ³	15,7	4,9	–1,0	–1,2	6,8	4,9	0,8	– 4,4	–5,3
Durchschnitt ⁵									
1960–69	30,5	16,0	3,7	2,7	9,0	1,8	1,2	– 0,3	2,0
1970–79	35,2	16,4	3,9	2,8	12,7	2,2	1,1	– 1,7	0,7
1980–89	39,6	16,4	3,6	2,6	15,1	4,4	2,5	– 3,2	–0,8
Veränderung ³	9,1	0,4	–0,1	–0,1	6,1	2,6	1,3	– 2,9	–2,8

Anmerkung: Die Zahlen für 1989 sind teilweise geschätzt.

¹ Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen. ² Ohne Nettokapitaltransfer. ³ Veränderung von 1960–69 bis 1980–89. ⁴ Auf der Basis des alten Systems der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. ⁵ Berechnet unter Verwendung von BIP-Gewichten und Wechselkursen von 1963 für den Zeitraum 1960–69, von 1975 für den Zeitraum 1970–79 und von 1988 für den Zeitraum 1980–89.

Quelle: OECD.

vergangenen Jahrzehnt deutlich verschlechtert hat; das Problem ist auf die großen Städte konzentriert und wird dadurch kompliziert, daß sich die Kompetenzen verschiedener staatlicher Ebenen überschneiden. Ähnliche Besorgnisse über die niedrige Quote der öffentlichen Investitionen wurden auch in anderen Ländern, darunter Großbritannien und Belgien, laut.

Verschlechterung
der öffentlichen
Infrastruktur

Bei Entscheidungen über staatliche Ausgabenprioritäten dürfen die wachstumsfördernden Aspekte angemessener öffentlicher Investitionen nicht außer acht gelassen werden. Empirische Daten belegen regional wie international einen Zusammenhang zwischen öffentlichen Investitionen in Kernbereiche der Infrastruktur (Straßen, öffentliche Verkehrsmittel, Flughäfen, Wasserversorgung und Abwassersysteme, Strom- und Gasversorgung etc.) und wirtschaftlichem Wachstum, nicht zuletzt aufgrund von deren Auswirkungen auf die Produktivität im privaten Sektor. Das schwache Produktivitätswachstum in den USA wird zu einem guten Teil den niedrigen öffentlichen Investitionen angelastet. Regionen mit höheren Investitionen in die Infrastruktur weisen tendenziell ein höheres Produktions-, Produktivitäts- und Beschäftigungswachstum auf. Staatliche Investitionen stimulieren häufig das Produktionswachstum, indem sie die Voraussetzungen für private Investitionen schaffen.

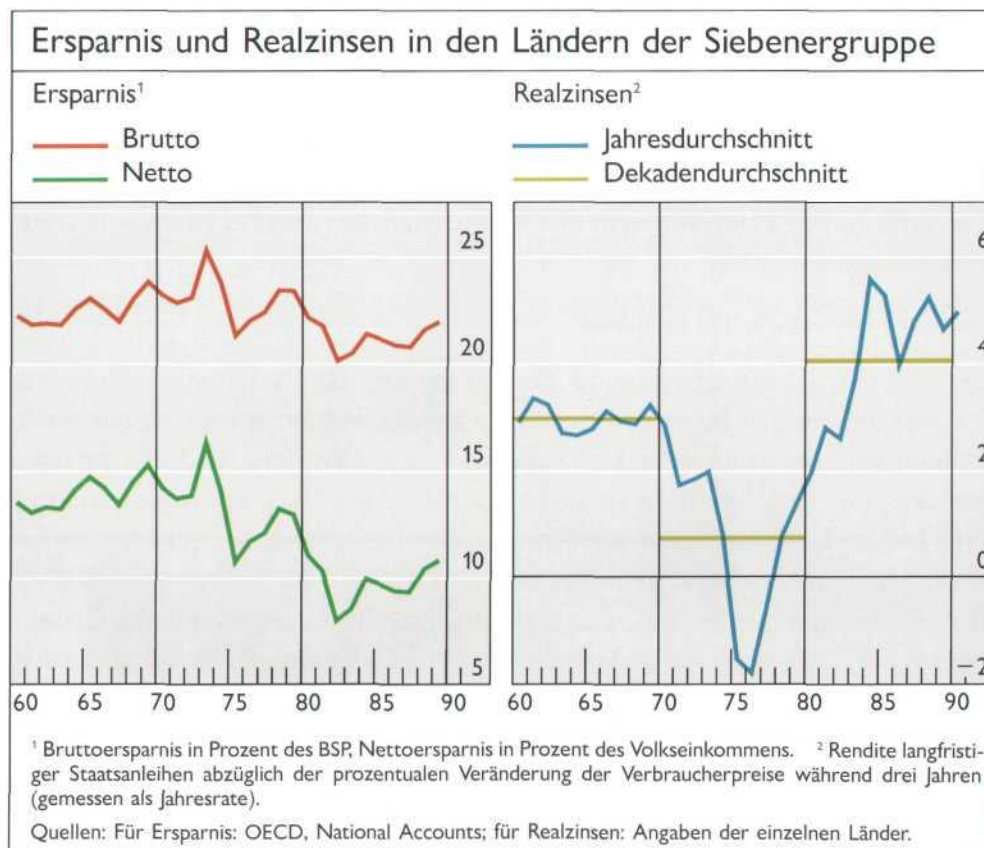
Ersparnisbildung in den Industrieländern und weltweite Kapitalnachfrage

Die gesamtwirtschaftliche Nettoersparnis in Prozent des Volkseinkommens, wie sie in der folgenden Grafik dargestellt ist, nahm von den sechziger zu den achtziger Jahren in den großen Industrieländern um fast 4 Prozentpunkte ab. Dies hat die Sorge aufkommen lassen, daß im Verhältnis zur potentiellen Nachfrage nach Investitionskapital von seiten der osteuropäischen Länder, für den Wiederaufbau der durch den Krieg am Persischen Golf zerstörten Infrastruktur und aufgrund des anhaltenden Bedarfs der Entwicklungsländer weltweit zu wenig gespart werden könnte. Die Befriedigung eines zusätzlichen Investitionsbedarfs dieser Größenordnung erfordert mittelfristig eine Zunahme der weltweiten Ersparnis sowie einen Ressourcentransfer von den Industrieländern in die anderen Regionen, also eine Umkehrung des während des vergangenen Jahrzehnts beobachteten Bildes. In den sechziger und siebziger Jahren betrug der Nettokapitalabfluß aus den großen Industrieländern (gesamtwirtschaftliche Ersparnis abzüglich der Nettosachvermögensbildung) jährlich im Durchschnitt 0,6% bzw. 0,2% des Volkseinkommens und kehrte sich in den achtziger Jahren in einen Nettokapitalzufluß von durchschnittlich 0,3% um.

Weltweite
Ersparnislücke

Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ist in den letzten Jahren wieder leicht angestiegen; das verglichen mit früheren Perioden hohe Realzinsniveau im langfristigen Bereich verdeutlicht indes die anhaltend hohe Nachfrage nach Anlagekapital. Die ebenfalls in der Grafik dargestellten Realzinsen in den großen Industrieländern lagen im vergangenen Jahr durchschnittlich bei rund 5% und in den achtziger Jahren bei über 4%. In den sechziger Jahren lag das durchschnittliche Realzinsniveau am langen Ende bei etwa 3% und in den siebziger Jahren unter 1%. Der Einfluß der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis auf die Entwicklung der realen langfristigen Zinsen läßt sich nur schwer genau quantifizieren, zum Teil

Anhaltend hohe
Realzinsen



deshalb, weil die „langfristigen Sätze“ gewöhnlich an den Anleihemärkten und nicht anhand eines breiteren Spektrums von Finanz- und Sachaktiva gemessen werden. Gleichwohl deutet das Fortbestehen des nach den meisten Maßstäben fast beispiellos hohen Realzinsniveaus darauf hin, daß fundamentale längerfristige Faktoren wie das Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen im wesentlichen am Werk sind.

Auf kurze Sicht ist eine bedeutende Nachfrage nach der weltweiten Ersparnis von seiten Osteuropas (der östliche Teil Deutschlands ausgenommen) und der Entwicklungsländer unwahrscheinlich. Die notwendige Umgestaltung der früheren zentralen Planwirtschaften wird Zeit brauchen, und von der Durchführung glaubhafter Reformprogramme wird es abhängen, ob in diesen Ländern private Auslandsinvestitionen in nennenswertem Umfang getätigt werden und sie breiten Zugang zu den Kapitalmärkten erhalten. Auch die Wiederaufnahme der privaten Kreditvergabe von den Industrie- in die Entwicklungsländer in großem Umfang ist in nächster Zeit nicht wahrscheinlich, zumindest solange der Schuldenberg ein drückendes Problem bleibt. Überdies wird dieses Jahr der Druck der Ersparnisnachfrage durch die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern gemildert, denn in der gegenwärtigen Konjunkturphase ist ein Rückgang der Investitionen und die Zunahme des Vorsorgesparens eine typische Erscheinung.

Mittelfristig dürfte sich jedoch die Nachfrage nach den weltweiten Ersparnissen erhöhen. Die Investitionsmöglichkeiten werden sich wahrscheinlich rasch verbessern, wenn der Reformprozeß in den ehemaligen Planwirtschaftsländern sichtbare Fortschritte macht. In einer großen Zahl von Entwicklungsländern

könnten sich die Aussichten auf Direktinvestitionen ebenfalls verbessern, wenn diese eine Wirtschaftspolitik verfolgen, die sich stärker an den andernorts erzielten Erfolgen orientiert. Zudem wird sich der Druck an den Kreditmärkten erhöhen, wenn das Wachstum in den Industrieländern zulegt und sich der Auslastungsgrad der Sachkapazitäten erhöht. Unter diesen Umständen müssen ersparnisfördernde Maßnahmen in den Industrieländern als erstrebenswert angesehen werden.

Rückgang der staatlichen Ersparnis

Die folgende Tabelle zeigt für die großen Industrieländer Durchschnittswerte der gesamtwirtschaftlichen Sparquote über drei Dekaden in Prozent des Volkseinkommens, zerlegt in die Komponenten des staatlichen und des privaten Sektors. Die Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis zwischen 1960–69 und 1980–89 ist in all diesen Ländern erkennbar, wobei der stärkste Rückgang in Deutschland ($8\frac{1}{4}$ Prozentpunkte) und der geringste in Kanada ($1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte) auftrat. Der durchschnittliche Rückgang für die Gruppe betrug $3\frac{1}{2}$ Prozentpunkte und wäre erheblich größer ausgefallen, hätte Japan in der späteren Periode nicht ein höheres BIP-Gewicht gehabt. Japan wies in den achtziger Jahren mit 21% des Volkseinkommens die bei weitem höchste Sparquote auf, während die USA mit 4% die niedrigste hatten.

Rückgang
der gesamtwirtschaftlichen
Ersparnis

Der Rückgang der staatlichen Nettoersparnis trug mit $3\frac{1}{4}$ Prozentpunkten das meiste zur Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis bei, während die private Ersparnis mit rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt beteiligt war. Der Rückgang der Ersparnis des öffentlichen Sektors (laufende Einnahmen abzüglich laufender Ausgaben) beruhte teilweise auf der Verschlechterung des gesamten Finanzierungssaldos (Gesamteinnahmen abzüglich Gesamtausgaben) und teilweise auf einer Abnahme des für Investitionszwecke verwendeten Anteils der Ausgaben an den Gesamtausgaben, also auf einer Zunahme der laufenden Ausgaben zu Lasten der Investitionen. Staatliches Entsparen fand im letzten Jahrzehnt in den Vereinigten Staaten, Frankreich, Großbritannien, Italien und Kanada statt. In den sechziger Jahren hingegen wiesen die meisten Industrieländer eine beträchtliche staatliche Nettoersparnis auf, verwendeten die Mittel zur Finanzierung öffentlicher Investitionen und hatten damals nur einen geringen öffentlichen Finanzierungsbedarf.

Staatliches
Entsparen

Grundsätzlich muß ein Rückgang der staatlichen Ersparnis nicht zwangsläufig eine Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis zur Folge haben, sofern der private Sektor mit einer Erhöhung seiner Ersparnis reagiert. So glich eine starke Zunahme der Ersparnis der privaten Haushalte in den siebziger Jahren in den großen Industrieländern eine Abnahme der staatlichen Ersparnis mehr als aus. In den achtziger Jahren nahm hingegen die private Ersparnis im Durchschnitt auf 11% des Volkseinkommens ab, was zusammen mit der geringeren staatlichen Ersparnis die gesamtwirtschaftliche Ersparnis stark zurückgehen ließ.

Rückläufige private Ersparnis

Die private Nettoersparnis im abgelaufenen Jahrzehnt war im Durchschnitt etwas geringer als jene in den sechziger Jahren und deutlich niedriger als jene

Gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den großen Industrieländern							
Land/Zeitraum	Gesamtwirtschaftliche Bruttoersparnis ¹	Gesamtwirtschaftliche Nettoersparnis	davon				Nachrichtlich: Nettokreditvergabe der öffentlichen Haushalte
			Öffentlicher Sektor ²	Privater Sektor			
				Ins-gesamt	Haus-halte	Unternehmen ³	
in Prozent des Volkseinkommens							
USA							
1960–69	19,7	10,8	0,8	10,0	6,2	3,8	– 0,4
1970–79	19,4	9,1	–1,2	10,3	7,6	2,6	– 1,2
1980–89	16,3	4,0	–3,8	7,8	6,0	1,9	– 3,4
Japan							
1960–69	34,5	25,2	6,6	18,6	11,9	6,6	1,0
1970–79	35,3	25,6	5,0	20,6	16,5	4,1	– 1,7
1980–89	31,6	20,9	5,1	15,7	13,1	2,6	– 1,4
Deutschland							
1960–69	27,3	19,9	6,3	13,5	7,6	6,0	0,7
1970–79	24,3	15,2	3,7	11,5	9,7	1,7	– 1,7
1980–89	22,5	11,6	1,5	10,1	8,9	1,2	– 2,0
Frankreich							
1960–69 ⁴	24,7	16,6	4,6	12,1	9,4	2,7	0,4
1970–79	25,8	17,0	2,7	14,4	11,9	2,5	– 0,4
1980–89	20,4	8,9	–0,4	9,3	7,9	1,4	– 2,1
Großbritannien							
1960–69	18,4	10,9	2,7	8,2	4,3	3,9	– 1,0
1970–79	17,9	8,3	1,4	6,8	4,3	2,5	– 2,6
1980–89	16,6	5,5	–0,8	6,3	3,7	2,6	– 2,4
Italien							
1960–69 ⁴	24,2	17,6	1,4	16,2	14,1	2,0	– 2,0
1970–79 ⁴	22,3	14,4	–4,6	19,0	18,9	0,1	– 7,8
1980–89	21,9	11,0	–7,7	18,7	15,9	2,8	–11,1
Kanada							
1960–69	21,9	11,3	2,6	8,7	4,0	4,8	– 0,4
1970–79	22,9	13,1	1,4	11,7	6,0	5,6	– 0,9
1980–89	20,7	9,9	–3,4	13,3	9,2	4,2	– 4,8
Durchschnitt ⁵							
1960–69	22,0	13,5	2,3	11,2	7,2	4,0	– 0,3
1970–79	23,2	13,5	0,8	12,7	10,0	2,7	– 1,7
1980–89	21,5	10,0	–0,9	10,9	8,8	2,1	– 3,2

¹ In Prozent des BSP. ² Öffentliche Haushalte. ³ Einschl. öffentlicher Unternehmen. ⁴ Auf der Basis des alten Systems der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. ⁵ Berechnet unter Verwendung von BIP-Gewichten und Wechselkursen von 1963 für den Zeitraum 1960–69, von 1975 für den Zeitraum 1970–79 und von 1988 für den Zeitraum 1980–89.

Quelle: OECD.

Rückgang
der privaten
Ersparnis

in den siebziger Jahren. Beim Rückgang der privaten Ersparnis in den achtziger gegenüber den siebziger Jahren spielten demographische Einflüsse und eine veränderte Einkommensverteilung eine Rolle. Vor allem der höhere Anteil der älteren Generation an der Gesamtbevölkerung ließ zusammen mit der

Verbesserung ihrer Lage die Gesamtersparnis zurückgehen. Zum einen sparen ältere Menschen in der Tendenz verhältnismäßig wenig; vielmehr greifen sie im Ruhestand das vorhandene Vermögen an. Die Zunahme der Gruppe der älteren Menschen in Relation zur Gesamtbevölkerung in vielen Industrieländern, etwa in den Vereinigten Staaten, Japan, Großbritannien, Kanada, Australien, Finnland, den Niederlanden, Norwegen und Schweden zwischen den siebziger und den achtziger Jahren dürfte zu der geringeren durchschnittlichen Sparneigung beigetragen haben.

Zudem hat sich die relative Einkommensposition älterer Menschen verbessert, was zum großen Teil auf den Ausbau und die großzügigeren Leistungen des Sozialversicherungssystems zurückzuführen ist. Die öffentlichen Rentenzahlungen erhöhten sich in den achtziger Jahren in den meisten Industrieländern beträchtlich; sie machten in den großen Ländern im Durchschnitt 9% des Bruttoinlandsprodukts aus, verglichen mit 7% in den siebziger Jahren. Die öffentlichen Rentenzahlungen in Schweden beliefen sich Anfang der siebziger Jahre auf rund 5% und 1985 auf fast 11% des Bruttoinlandsprodukts. Die Leistungen der Sozialversicherung für ältere Menschen in den USA machten 1985 durchschnittlich 40% von deren verfügbarem Pro-Kopf-Einkommen aus, verglichen mit nur 2% im Jahr 1950. Es überrascht daher nicht, daß das durchschnittliche Realeinkommen der Haushalte in den Vereinigten Staaten, dem eine ältere Person vorsteht, stärker stieg als das durchschnittliche Realeinkommen aller Haushalte.

Ein weiterer denkbarer Grund für die Abnahme der privaten Ersparnis in den achtziger Jahren vor allem in Großbritannien, Japan und den USA ist der starke Anstieg der Sachvermögenspreise. Unerwartete Kapitalgewinne bei Aktien, Immobilien usw. könnten die privaten Haushalte veranlaßt haben, ihre Verbrauchsausgaben zu steigern und das Sparen aus dem laufenden Einkommen zu verringern. Die Hausse der Aktienmärkte in allen großen Industrieländern während der achtziger Jahre bescherte trotz der Kurseinbrüche im Oktober 1987 und Oktober 1989 hohe Kapitalgewinne. Der Index der realen Aktienkurse stieg in Japan um mehr als das Dreifache (Anstieg von 370%), in Italien, Großbritannien und Frankreich um mehr als das Doppelte und erhöhte sich auch in den Vereinigten Staaten um ein Beträchtliches (80%). Demgegenüber fielen die Aktienkurse in den siebziger Jahren in den Vereinigten Staaten, Deutschland, Großbritannien und Italien real um rund 40% und mehr und erhöhten sich in Japan lediglich um 12½%. Auch wenn die Berechnung der netto erzielten Kapitalgewinne durch Aktienrückkäufe und andere Einflüsse erschwert wird, so stehen doch die realen Gewinne an den Aktienbörsen der achtziger Jahre in starkem Gegensatz zu dem Geschehen in den siebziger Jahren und könnten den Verbrauch aus dem laufenden Einkommen ermutigt haben.

Die starken Wertsteigerungen bei Immobilien (Land, gewerbliche Immobilien und Wohneigentum) in zahlreichen Ländern und Regionen trugen ebenfalls bedeutend zum Anstieg der Vermögen der privaten Haushalte bei, nicht zuletzt deshalb, weil Immobilien einen großen Teil des Gesamtvermögens ausmachen (z.B. werden in den USA, Japan, Großbritannien, Italien, Spanien und mehreren anderen Industrieländern über 60% der Wohnhäuser von den Eigentümern bewohnt). Die Preise für Wohneigentum erhöhten sich in den achtziger Jahren in Großbritannien real um etwa 60%, in Japan (auf der Basis der steuerli-

Demographische
Faktoren

Kapitalgewinne
aus Aktien
und Immobilien

chen Veranlagung von Grundeigentum) um 50% und in den Vereinigten Staaten um 25%. Weitgehend infolge der Wertsteigerungen bei Aktien und Wohneigentum erhöhte sich in Japan in den achtziger Jahren das Nettovermögen der privaten Haushalte relativ zum Bruttosozialprodukt um mehr als 60% und trug so zum Rückgang der Ersparnis aus dem laufenden Einkommen in dieser Zeit bei (s. Kapitel VII).

Liberalisierung
der Finanzmärkte

Die Liberalisierung der Finanzmärkte und die Finanzinnovationen in den achtziger Jahren scheinen ebenfalls einen dämpfenden Einfluß auf die private Ersparnis gehabt zu haben, indem sie den Zugang zu Verbraucherkrediten erleichterten, die Preise von Realvermögen nach oben drückten und im Rahmen der finanziellen Umstrukturierung von Unternehmen die Ausweitung von deren Verschuldung erleichterten. Wenn beispielsweise der Zugang zu Verbraucherkrediten erleichtert wird, dann ist „Zwecksparen“ weniger notwendig, da es insbesondere jungen Familien möglich ist, sich für den Kauf dauerhafter Konsumgüter sehr viel stärker zu verschulden, als es der Vorgängergeneration möglich war. Hinzu kommt, daß Konsumentenkäufe in den USA, Großbritannien, Schweden und in einigen anderen Ländern nunmehr mit steuerlich begünstigten Hypothekendarlehen finanziert werden können. Derartige Kredite können indirekt die Ersparnisbildung dadurch gemindert haben, daß sie den Erwerb von Grundbesitz attraktiver machen, indem sie die Immobilienpreise nach oben drücken und zu unerwarteten Kapitalgewinnen führen.

Umstrukturierung von
Unternehmen

Finanzinnovationen erleichterten in den achtziger Jahren vor allem in den USA die Umstrukturierung des Unternehmenssektors, wobei die Fremdfinanzierung erheblich anstieg. Die finanzielle Umstrukturierung von Unternehmen hing größtenteils mit stark fremdfinanzierten Transaktionen und dem Entstehen des Marktes für hochverzinsliche Risikoanleihen zusammen. Kapitalgewinne für Altaktionäre bei der Übernahme und Entflechtung von Unternehmen erklären Schätzungen zufolge zu einem beträchtlichen Teil den Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA in den achtziger Jahren.

Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis wünschenswert

Zwar kann die „optimale“ Sparquote nicht genau bestimmt werden, doch gibt es mehrere Anzeichen, daß die gegenwärtigen Quoten zu niedrig sein könnten. Erfahrungswerte deuten darauf hin, daß durch eine höhere Ersparnis in den Industrieländern die längerfristigen Wachstumsaussichten verbessert würden. Auch demographische Entwicklungen und unzureichende Investitionsquoten in zahlreichen Regionen lassen eine zunehmende gesamtwirtschaftliche Ersparnis wünschenswert erscheinen.

Steuerhemmnisse für die
private Ersparnis

In einigen Ländern hemmen verschiedene Bestimmungen der geltenden Steuergesetze die private Ersparnisbildung, wobei diese Wirkung durch die oben erörterten Entwicklungen im Finanzsektor in den achtziger Jahren häufig noch verstärkt wird. In mehreren Ländern wirkt sich die Doppelbesteuerung von Kapitalerträgen – einmal auf der Ebene der Unternehmen und einmal auf der Ebene der privaten Haushalte bei der Einkommensteuer – negativ auf die Ersparnis aus. Hohe Grenzsteuersätze für nominale Zinserträge können ebenfalls die Ersparnis hemmen. In den meisten Industrieländern sind zudem Zinszahlungen auf Hypothekendarlehen und häufig auch auf Konsumentenkredite von

der Steuer absetzbar, was ein Anreiz zur Verschuldung ist und überdies die Zusammensetzung von Investitionen verzerrt. Dieser Anreiz ist besonders stark, wenn die Grenzsteuersätze, wie etwa in den skandinavischen Ländern, hoch sind. In Ländern mit weniger großzügigen steuerlichen Absetzungsregelungen für Privatkredite ist die Ersparnis im Durchschnitt sehr viel höher als in den anderen Ländern.

Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis könnte überdies ein Faktor sein, der die Verbesserung des Lebensstandards in einer Reihe von Industrieländern in erheblichem Maße beeinträchtigt. Im oberen Teil der nebenstehenden Grafik wird die durchschnittliche gesamtwirtschaftliche Nettosparquote für die Zeiträume 1960–79 und 1980–89 in Beziehung zum realen Lohnzuwachs im verarbeitenden Gewerbe in den großen Industrieländern gesetzt. Im unteren Teil der Grafik werden die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und das reale BSP/BIP-Wachstum pro Kopf miteinander kombiniert. In Zeiten einer relativ hohen Ersparnis verzeichneten die einzelnen Länder gewöhnlich ein stärkeres Wachstum der Reallöhne und des Pro-Kopf-Einkommens. Beispielsweise ging in Frankreich die gesamtwirtschaftliche Nettoersparnis um die Hälfte zurück – sie betrug durchschnittlich 18% (FR1) im Zeitraum 1960–79 und 9% (FR2) im Zeitraum 1980–89 –, während der Anstieg des Pro-Kopf-Einkommens sich von $3\frac{3}{4}\%$ auf rund $1\frac{1}{2}\%$ abschwächte. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Japan und den USA: Japan (JP2) wies die höchste Sparquote und die größte Reallohnsteigerungsrate und die Vereinigten Staaten (US2) die niedrigsten Werte aller großen Industrieländer in den achtziger Jahren auf.

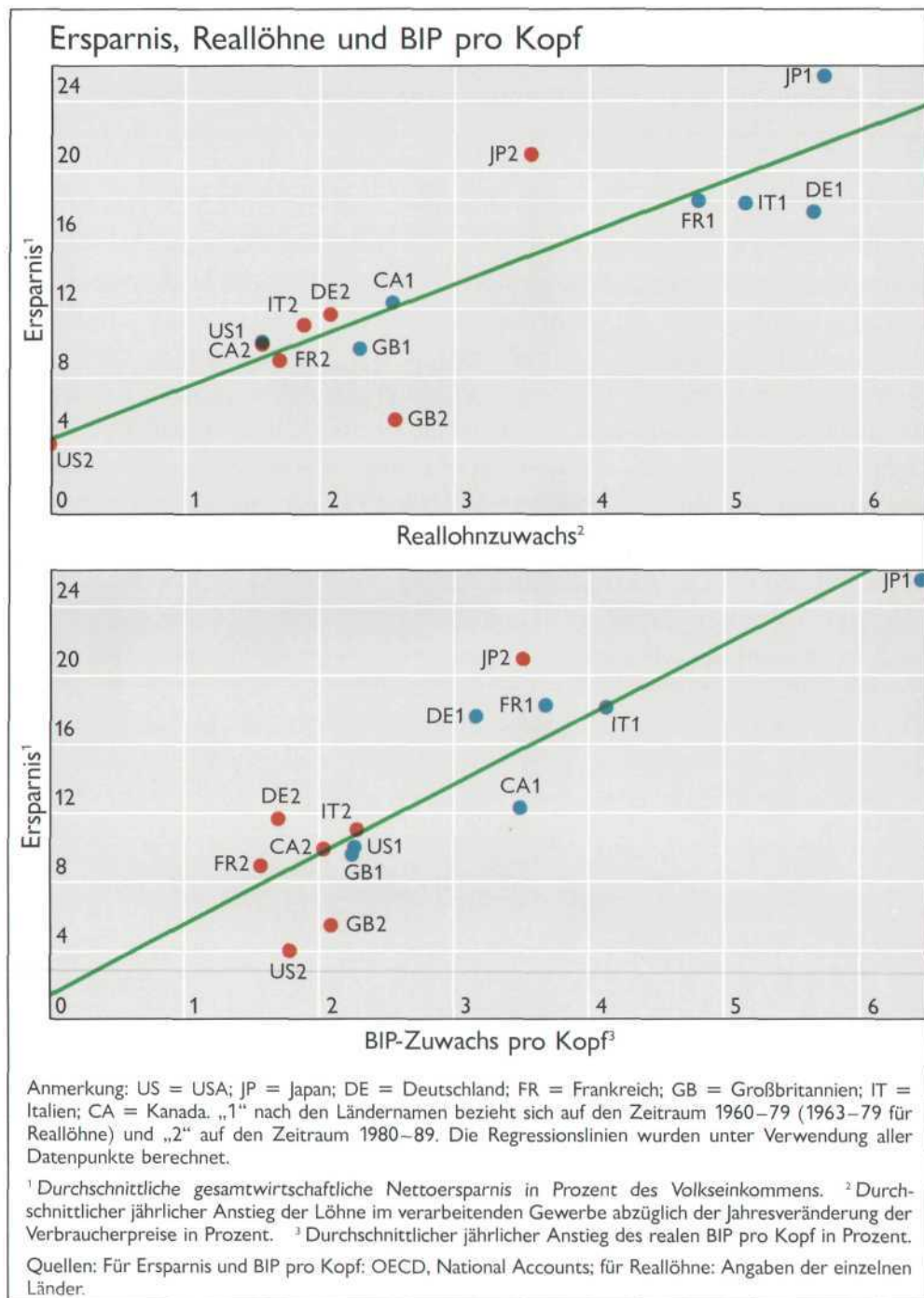
Geringere
Ersparnis,
niedrigeres
Wachstum

Kausalzusammenhänge zwischen Ersparnisbildung, Realeinkommen und Reallöhnen sind nur schwer im einzelnen festzustellen, und diese Beziehungen unterliegen zahlreichen Einflüssen. Einige Ökonomen vertreten auch die Auffassung, daß eine niedrige Ersparnis schlicht die Folge – und keine Ursache – langsameren Wirtschaftswachstums ist. Zudem steht ein enger Zusammenhang zwischen Ersparnis und Wirtschaftswachstum wohl im Widerspruch zu der derzeit hohen Mobilität des internationalen Kapitals, die die jeweilige gesamtwirtschaftliche Ersparnis, indem diese in die verschiedenen Investitionskanäle fließt, vom Wirtschaftswachstum abkoppelt.

Gleichwohl legen die meisten statistischen Daten den Schluß nahe, daß über einen längeren Zeitraum betrachtet die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und die Investitionsquote eng korreliert sind, wenngleich im letzten Jahrzehnt eine gewisse Lockerung dieser Wechselbeziehung zu beobachten war. Überdies steht die Auffassung, daß der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis eine bedeutende Rolle bei der Verschlechterung der Wirtschaftslage spielte, in Einklang mit anderen Ergebnissen. Beispielsweise wäre nach Schätzungen einer Untersuchung eine – als Anteil am Volkseinkommen gerechnete – gesamtwirtschaftliche Nettosparquote von 10% – also weit mehr als die durchschnittliche Quote von 4% in den achtziger Jahren – erforderlich, damit die USA das höchstmögliche Konsumwachstum (bei gegebenem Bevölkerungswachstum und gegebener Rate des technologischen Fortschritts) erzielen können.

Verschlechterung
der Wirtschafts-
lage

Neben dem voraussichtlichen mittelfristigen Investitionsbedarf der Länder Osteuropas und einer wünschenswerten Ausweitung des Nettoressourcen-transfers in die Entwicklungsländer könnte auch die erwartete längerfristige Zu-



nahme des Anteils älterer Menschen an der Bevölkerung der Industriestaaten die weltweit vorhandenen Ersparnisse übermäßig beanspruchen. Da dieser Wandel in der Bevölkerungsstruktur sich in Japan mit seiner hohen Sparquote rascher vollziehen dürfte, kann davon ausgegangen werden, daß der Leistungsbi-lanzüberschuß dieses Landes noch stärker zurückgeht und damit auch die inter-nationalen Kapitalmärkte aus dieser Quelle zunehmend weniger Mittel erhalten. So gesehen scheint der international auf Japan ausgeübte Druck, seine gesamtwirtschaftliche Sparquote zu verringern, besonders unangebracht zu sein.

In Anbetracht dieser Überlegungen sind einige jüngste strukturelle Refor-men zur Anregung der privaten Ersparnisbildung zu begrüßen. Sie beinhalten Maßnahmen zur Begrenzung der steuerlichen Absetzbarkeit von Zinszahlungen

Anregung
der privaten
Ersparnisbildung
wünschenswert

auf private Verbraucherkredite (USA) und Maßnahmen zur Förderung der privaten Gewährung von Ruhegehältern (Australien, Japan, Großbritannien und USA). Allerdings war gezielten Anreizen zur Erhöhung der privaten Ersparnis in der Vergangenheit nur geringer Erfolg beschieden; außerdem sind sie oft kostspielig im Sinne von Einnahmenausfällen der öffentlichen Hand.

Unter diesen Umständen ist es am wahrscheinlichsten, daß die gesamtwirtschaftliche Ersparnis durch eine Erhöhung der Sparquote des Staates substantiell angehoben werden kann. So ist denn auch der Rückgang der Ersparnis seit den sechziger Jahren primär der abnehmenden Ersparnis im Staatssektor zuzuschreiben. Eine Umkehrung dieser Entwicklung in den neunziger Jahren dürfte der direkteste und sicherste Weg zum Erfolg sein. Zu diesem Zweck sollten die Bemühungen der Regierungen in den Industrieländern, mittelfristig die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, verstärkt werden, insbesondere dann, wenn ein Wirtschaftsaufschwung größeren Spielraum bei der Gestaltung der Finanzpolitik gewährt.

Zunahme
der öffentlichen
Ersparnis
notwendig

III. Entwicklung in den übrigen Ländern

Schwerpunkte

Das durchschnittliche Produktionswachstum in den jungen Industrieländern und in den Entwicklungsländern schwächte sich von 1989 auf 1990 ab. Zudem vergrößerten sich unter dem Einfluß binnenwirtschaftlicher Anpassungsmaßnahmen und außenwirtschaftlicher Schocks (darunter starke Terms-of-trade-Veränderungen und ein schwächeres Wirtschaftswachstum in den Industrieländern) die Unterschiede in den Wachstumsergebnissen der einzelnen Länder und Ländergruppen erheblich. Das reale Wachstum der Gruppe der ölexportierenden Entwicklungsländer beschleunigte sich aufgrund von Realeinkommensgewinnen aus dem höheren Ölpreis, und es verstärkte sich auch in den jungen Industrieländern, wenngleich hier hauptsächlich die Wirtschaftsleistung Südkoreas zu Buche schlug.

Im Gegensatz dazu schwächte sich das reale Wachstum in der Gruppe der nichtölexportierenden Entwicklungsländern infolge ungünstigerer Terms of trade und einer restriktiveren Wirtschaftspolitik in einer Reihe von Ländern ab. In den afrikanischen Ländern südlich der Sahara ist die Lage weiterhin schlecht. Das reale Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika ging aufgrund größerer binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und einer deutlichen Verschärfung der Finanzpolitik weiter zurück. Auf der anderen Seite beschleunigte sich das Produktionswachstum im asiatischen Raum auf fast 6%, wenn auch gegen Ende des letzten Jahres eine Verlangsamung festzustellen war und sich in einigen großen Ländern die finanziellen Ungleichgewichte verstärkten.

Die durchschnittliche Inflationsrate in den jungen Industrieländern und allen Entwicklungsländern zusammen stieg auf 240%, und zwar hauptsächlich wegen der Entwicklung in Lateinamerika. In vier lateinamerikanischen Ländern erreichte die Teuerung vierstellige Raten, doch die Beschleunigung war weit verbreitet. Trotz einer ungünstigeren Preisentwicklung in den jungen Industrieländern gelang es den asiatischen Ländern als Gruppe, mit Hilfe von Preissubventionen und einer konservativen Wirtschaftspolitik die Inflation zu senken.

Auch bei den Handelsbilanzen waren die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Ländergruppen beträchtlich. Der Überschuß der jungen Industrieländer nahm deutlich ab, worin sich ungünstigere reale Austauschverhältnisse und eine kräftige Ausweitung der Inlandsnachfrage niederschlugen, während die ölexportierenden Länder eine starke Zunahme ihrer Exporteinnahmen verzeichneten. Auf sie entfiel der überwiegende Teil des Zuwachses des Überschusses der Entwicklungsländer, obwohl es den nichtölexportierenden Entwicklungsländern gelang, die Auswirkungen höherer Ölpreise durch Steigerung des realen Exportwachstums teilweise wettzumachen. In der Gruppe der hoch verschuldeten Länder mittleren Einkommens, der sowohl ölexportierende

wie nichtölexportierende Länder angehören, blieb der Handelsbilanzüberschuß praktisch unverändert. Eine deutliche Verschlechterung in Ländern wie Brasilien, Peru und den Philippinen wurde durch große Gewinne ölexportierender Länder, namentlich Nigeria und Venezuela, ausgeglichen.

In Osteuropa folgten auf mehrere Jahre immer langsameren Wachstums im letzten Jahr erstmals tatsächliche Produktionsrückgänge. In den vier Ländern, in denen der Reformprozeß am weitesten fortgeschritten ist, kann diese Entwicklung als Kosten der Korrektur vergangener Verwerfungen und Ungleichgewichte angesehen werden, während sie in anderen Ländern hauptsächlich Mangerscheinungen vor dem Hintergrund eines allmählichen Zerfalls des Wirtschaftssystems widerspiegeln.

Im letzten Jahr war zudem ein deutlicher Anstieg der Inflationsraten festzustellen, vor allem in jenen Ländern, die umfassende Reformen eingeleitet haben. Inflationsdämpfend wirkte hingegen eine restriktive makroökonomische Politik, ergänzt durch einkommenspolitische Maßnahmen, so daß die großen Veränderungen der relativen Preise keine Lohn-Preis-Spirale in Bewegung setzten. Die Teuerung beschleunigte sich auch in jenen Ländern, in denen die meisten Preise noch immer kontrolliert sind und das Ausmaß der unterdrückten Inflation noch größer geworden sein könnte. Ein Hauptmerkmal der jüngsten Entwicklungen war eine deutliche Zunahme der Finanzierungsungleichgewichte, deren Ursachen im wesentlichen in den wachsenden Budgetdefiziten und in der ansteigenden Ersparnis der privaten Haushalte, die sich einem Mangel an Verbrauchsgütern gegenübersehen, zu sehen sind.

Vor diesem Hintergrund wird die Reform des Finanzsektors sowohl als Ergänzung zu anderen Maßnahmen als auch als entscheidende Voraussetzung für die Bewahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität eine Schlüsselrolle im Übergang von einer zentralverwalteten zu einer Marktwirtschaft spielen. Die meisten Länder haben ein zweistufiges Bankensystem eingeführt, und es bilden sich Geld- und Kapitalmärkte. Da diese Veränderungen erst vor kurzer Zeit eingetreten sind, bleiben jedoch noch viele Probleme. Insbesondere sind viele Banken unterkapitalisiert und schleppen ein großes Portefeuille notleidender Kredite mit sich. Ferner ist die Marktsegmentierung sehr stark, und in den meisten Ländern sind die Realzinsen immer noch negativ. Vor allem ist die Fähigkeit begrenzt, das Wachstum der monetären Aggregate zu steuern. Die Haushaltsdefizite werden monetisiert, und die Geschäftsbanken haben bis jetzt kaum die Freiheit, Unternehmen Kredite zu verweigern.

Junge Industrieländer und Entwicklungsländer

Das außenwirtschaftliche Umfeld im Jahr 1990

Das außenwirtschaftliche Umfeld war 1990 für die meisten und besonders für die nichtölexportierenden Entwicklungsländer aus mehreren Gründen ungünstig. Die durchschnittliche reale Produktion nahm weniger kräftig zu als 1989 (s. die folgende Tabelle), und die Unterschiede zwischen den Ölexporteurs, die ein beschleunigtes reales Wachstum verzeichneten, und den anderen Ländern, deren reales Inlandsprodukt nur noch um 2¾% zunahm, waren groß. Ob-

Ungünstiges
außenwirtschaft-
liches Umfeld ...

Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern								
Land/ Ländergruppe	BIP von 1984–86 in Mrd. US-\$	1980–85 Durch- schnitt	1986	1987	1988	1989	1990	Pro Kopf 1980–90 Durch- schnitt
Veränderung in Prozent								
Afrika	250	1,6	3,3	1,5	3,1	2,4	2,7	−0,5
Nigeria	62	−2,3	3,2	1,8	4,1	4,0	5,2	−2,7
Länder südlich der Sahara	109	2,3	3,3	1,9	2,0	1,6	1,6	−0,5
Naher Osten	488	0,7	−2,3	1,2	3,2	2,7	1,8	−2,4
Ägypten	55	8,1	9,1	6,4	6,2	5,3	2,5	4,7
Asien	950	6,6	6,6	7,7	9,1	5,5	5,8	5,0
China	237	10,0	7,7	10,2	11,1	4,0	5,0	7,3
Indien	216	5,2	4,2	4,1	10,4	5,0	4,5	3,2
Indonesien	82	4,7	5,9	4,8	5,7	7,4	7,5	3,1
Malaysia	31	5,1	1,2	5,3	8,7	8,8	10,0	3,4
Philippinen	32	−1,0	1,9	5,8	6,8	5,7	3,1	−0,7
Thailand	40	5,6	4,9	9,5	13,2	12,2	9,8	5,7
Junge Industrieländer	208	6,9	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8	6,6
Lateinamerika	732	0,7	3,7	2,8	1,0	1,2	−0,3	−0,9
Brasilien	236	1,1	7,5	3,6	0,0	3,6	−4,6	−0,6
Mexiko	163	1,9	−3,7	1,6	1,4	2,9	3,9	−0,6
Argentinien	74	−2,2	5,6	2,5	−2,7	−4,6	−2,0	−2,6
Chile	17	−0,4	5,7	5,7	7,4	10,0	1,6	1,0
Peru	22	−0,5	9,5	6,9	−8,8	−12,2	−5,0	−3,9
Venezuela	58	−1,3	6,5	3,6	5,8	−8,3	4,4	−2,3
Länder insgesamt*	2 420	3,0	3,6	4,3	4,9	3,3	2,8	1,2

* Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86.
Quellen: IMF, World Economic Outlook; UN, Commission for Latin America and the Caribbean; Angaben der einzelnen Länder.

wohl der Ölpreisschock beträchtlich geringer war als der von 1973 oder von 1978–80, waren seine Auswirkungen in der Tat ebenso schwerwiegend.

Wegen der raschen Industrialisierung und einer deutlichen Zunahme des Autoverkehrs stieg der Pro-Kopf-Energieverbrauch in den jungen Industrieländern im Zeitraum 1980–88 um über 50% (s. die umstehende Tabelle). Obgleich die Ölintensität der Produktion und der Anteil des Öls am gesamten Energieverbrauch im selben Zeitraum abgenommen haben, sind der durch Importe gedeckte Anteil des Energieverbrauchs und die Abhängigkeit vom Erdöl viel größer als in den Industrieländern. Der Anstieg der Ölpreise erfolgte überdies zu einer Zeit sich verschlechternder Exportergebnisse, in denen sich die verzögerten Auswirkungen großer realer Aufwertungen der Währungen dieser Länder widerspiegeln.

Die meisten anderen nichtölexportierenden Länder waren in einer noch schlechteren Position, um die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs zu verkraften.

... bei hoher
Ölimport-
abhängigkeit
der jungen
Industrieländer ...

Energie- und Ölverbrauch in ausgewählten Ländern und Ländergruppen							
Land/ Ländergruppe	Energieverbrauch ¹		Ölver- brauch je Produk- tionsein- heit	Ölver- brauch	Netto- importe	Energieverbrauch	
	pro Kopf	je Pro- duktions- einheit				pro Kopf 1988 ²	je Pro- duktions- einheit ³
	durchschnittliche jährliche Veränderung 1980–88 in Prozent							in Prozent des Energieverbrauchs 1988
Afrika	–2,0	1,4	0,0	59,8	–195,6	149	0,3
Côte d'Ivoire	–3,3	1,5	1,6	81,0	56,3	129	0,2
Ghana	–0,3	1,4	1,8	43,4	46,2	130	0,2
Kenia	–6,2	–5,3	–7,3	73,3	86,9	105	0,3
Simbabwe	0,6	0,1	0,5	16,5	28,0	495	0,7
Lateinamerika	0,0	0,8	–0,5	57,6	– 28,5	958	0,5
Brasilien	0,2	0,5	–1,6	50,7	31,3	845	0,5
Chile	0,6	0,2	–0,8	53,8	45,3	820	0,5
Costa Rica	–1,4	0,0	–1,2	71,7	77,6	350	0,2
Kuba	0,4	–3,7	–3,5	98,8	97,9	1 088	0,7
Uruguay	–4,3	–3,4	–2,9	67,7	71,2	768	0,3
Asien	2,7	–1,1	–3,6	28,6	4,2	369	1,0
Indien	6,0	2,5	1,2	32,0	12,9	201	0,6
Pakistan	3,5	0,7	1,8	38,8	32,2	220	0,6
Philippinen	–3,9	–2,4	–4,8	70,3	83,0	233	0,4
Thailand	5,4	0,4	–3,9	66,3	53,6	400	0,4
Junge Indu- strielländer	4,9	–1,8	–4,5	52,8	86,6	1 896	0,5
Europa (OECD)	0,3	–1,3	–3,6	43,5	40,2	3 234	0,4

¹ Gemessen als Primärenergiebedarf in Tonnen Öleinheiten. ² In Kilogramm. ³ Gesamtenergiebedarf 1985 relativ zum in US-Dollar gerechneten durchschnittlichen BIP im Zeitraum 1984–86.

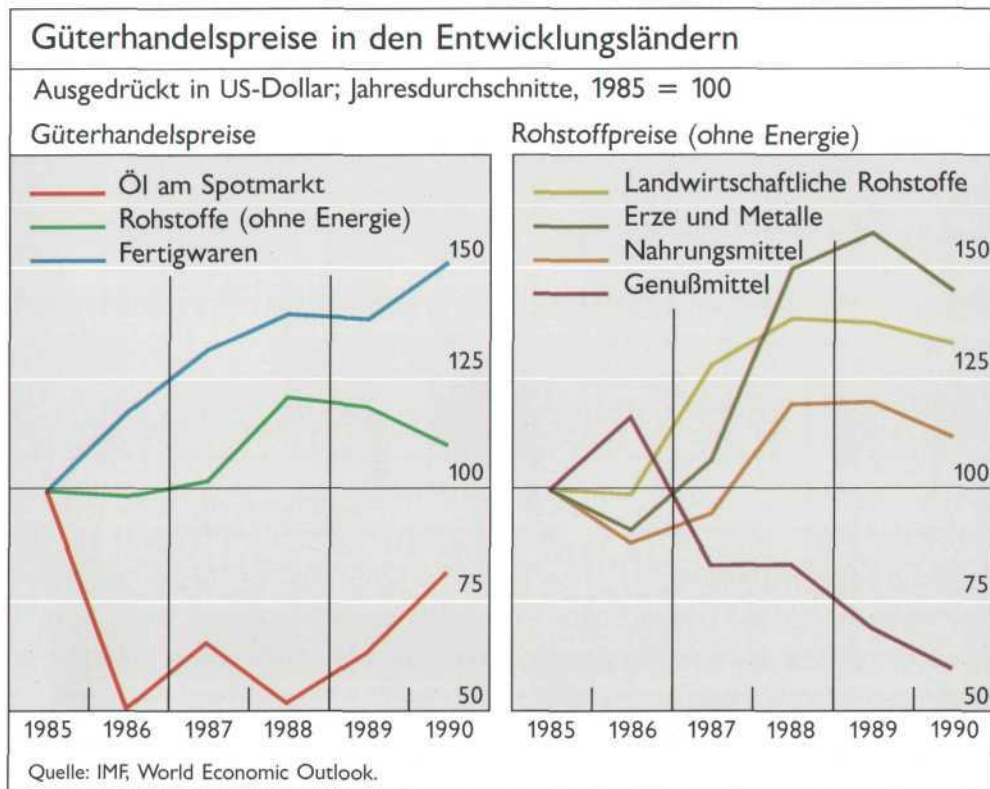
Quellen: UN, Energy Statistics Yearbook; OECD/IEA, Energy Balances of OECD Countries, World Energy Statistics and Balances und Annual Oil Report.

In Lateinamerika und in den Ländern südlich der Sahara lag das reale Pro-Kopf-Einkommen im vergangenen Jahr beträchtlich unter dem Stand von 1980. Wegen des Embargos verzeichneten überdies mehrere Länder, insbesondere solche im Nahen Osten und in Asien, Exportausfälle und rückläufige Gastarbeiterüberweisungen, während zurückkehrende Wanderarbeiter das bestehende Arbeitslosenproblem noch verschärften. Und schließlich waren die Möglichkeiten, die Anpassung an den Schock durch die Aufnahme von Auslandskrediten zu erleichtern, begrenzt. Tatsächlich sahen einige der von der Krise am stärksten betroffenen Länder ihre Devisenreserven im Lauf des vergangenen Jahres auf einen gefährlich niedrigen Stand sinken.

Die Ölkrise war jedoch nicht der einzige ungünstige Faktor. Da erstens in einer Reihe von Industrieländern deutliche Anzeichen einer Rezession erkennbar waren, verschlechterten sich die Exportaussichten der Entwicklungsländer merklich. Zweitens schwächten sich die Rohstoffpreise (ohne Öl) bedeutend ab, während die Importpreise einen beträchtlichen Anstieg verzeichneten, was die Länder, die vom Export anderer Rohstoffe als dem Erdöl abhängig sind, zwang,

... und geringer Widerstandsfähigkeit gegen äußere Schocks in anderen Ländern

Andere ungünstige Einflüsse waren ...



das Wachstum ihrer Einfuhren zu bremsen. Überdies blieben die Schuldendienstverpflichtungen trotz international leicht rückläufiger Zinssätze hoch.

... beschränktes
Export-
wachstum ...

Das langsamere Wirtschaftswachstum in den Industrieländern manifestierte sich in einer Abschwächung der Zunahme ihres Importwachstums von 7½% 1989 auf nur 6% 1990 und trug zur bereits in Gang befindlichen Abkühlung der Konjunktur in den Entwicklungsländern bei. Namentlich die Länder Lateinamerikas sahen ihre Exportmärkte schrumpfen, da in den beiden Regionen, welche die Hälfte ihrer Exportmärkte ausmachen – den USA und ihrer eigenen Region – das Wachstum praktisch zum Stillstand gekommen war. Hingegen profitierten die asiatischen Entwicklungsländer weiterhin von dynamischen Exportmärkten. Wenn auch der US-Markt nur wenig expandierte, verzeichneten zwei ebenso wichtige Märkte – Japan und der asiatische Raum selbst – ein anhaltend kräftiges Wachstum.

... und niedrigere
Rohstoffpreise

Die weltweite konjunkturelle Abkühlung begrenzte nicht nur dem Volumen nach das Wachstumspotential der Exporte der Entwicklungsländer, sie trug auch zum Nachgeben der Rohstoffpreise (ohne Öl) bei, die schon aufgrund einer Überangebotssituation an mehreren Märkten unter Druck standen. Nach einem Rückgang um fast 2% im Jahr 1989 fielen die Rohstoffpreise (ohne Öl) 1990 in Dollar gerechnet um 7½% (s. die obenstehende Grafik). Im Gegensatz zu 1989, als der allgemeine Preisverfall in erster Linie die Genußmittel traf, war er 1990 breiter angelegt. Bei den Genußmitteln war der Preisrückgang erneut am größten (rund 13%), da die in den Jahren zuvor gebildeten Lagerbestände weiterhin auf wenig aufnahmebereite Weltmärkte trafen. Steigende Vorräte sowie die Erweiterung der Förderkapazitäten, eine Begleiterscheinung des Metallbooms von 1987 bis 1989, hatten einen durchschnittlichen Preisrückgang von 8½% bei Metallen und Erzen zur Folge. Die Ausweitung der Nahrungsmittelproduktion,

teilweise unter dem Einfluß der starken Preissteigerungen im Jahr 1989 sowie verbesserter Ernteerträge nach den vorangegangenen Einbußen durch Dürreperioden, bewirkte, daß die Weltmarktpreise für Grundnahrungsmittel um 6½% sanken. Ein etwas besseres Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage bestand bei den landwirtschaftlichen Rohstoffen; deren Preise fielen 1990 um 3½%. Hingegen stieg der Ölpreis am Spotmarkt durchschnittlich um annähernd 30% nach einem Anstieg von 21% im Jahr 1989, während der Aufwärtstrend der Preise für Industrieerzeugnisse, der 1989 kurz zum Stillstand gekommen war, letztes Jahr mit Preiserhöhungen von 9% wieder einsetzte.

Die jungen Industrieländer

Nachdem der Handelsbilanzüberschuß der asiatischen jungen Industrieländer bereits 1989 bedeutend zurückgegangen war, schrumpfte er 1990 um fast \$ 10 Mrd. auf \$ 9 Mrd. (s. die Tabelle auf S. 53). Wie schon 1989 war die Verschlechterung in *Südkorea* besonders stark ausgeprägt, wo die Handelsbilanz von einem deutlichen Überschuß in ein Defizit von \$ 2 Mrd. umschlug. Auch in *Taiwan* nahm das Handelsbilanzplus deutlich ab, war indes immer noch hoch. Hingegen verschlechterte sich die Handelsbilanz *Singapurs* etwas, während die *Hongkongs* unter dem Einfluß des Inflationsdrucks und eines verhaltenen Importwachstums in China defizitär wurde.

Der schwächere Trend im Außenhandel Taiwans und Südkoreas spiegelt den Einfluß von vier Faktoren wider. Erstens waren diese Länder wegen ihrer starken Abhängigkeit von Ölimporten besonders anfällig gegenüber dem Anstieg des Rohölpreises im zweiten Halbjahr 1990, und in beiden beschleunigte sich der Anstieg der Importpreise um mehr als 8%. Zweitens bremste das ins Stocken geratene Produktions- und Nachfragewachstum in den Vereinigten Staaten jäh die Expansion auf ihrem wichtigsten Exportmarkt. Drittens wirkte sich eine reale Höherbewertung ihrer Währungen, insbesondere gegenüber ihrem Hauptkonkurrenten Japan, auf ihre Ausfuhren weiterhin negativ aus, so daß die Ausweitung des Exportvolumens unter 3% sank. Seit der Yen ab Mitte 1990 wieder fester notiert, hat sich jedoch ihre außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit wieder leicht verbessert, und dies sollte 1991 ein schnelleres Wachstum der Nettoexporte begünstigen. In Südkorea schließlich wies das Importvolumen wegen der lebhaften Inlandsnachfrage weiterhin eine zweistellige Expansionsrate auf, während sich in Taiwan die Einfuhren ungeachtet einer restriktiveren Wirtschaftspolitik kräftig erholten.

Trotz des negativen Einflusses des realen Außenbeitrags erhöhte sich in *Südkorea* 1990 das Bruttoinlandsprodukt um 9%. Angeregt durch eine expansive Wirtschaftspolitik glich das Wachstum der Inlandsnachfrage das schwächere Exportergebnis mehr als aus. Diese Entwicklung ist jedoch möglicherweise nicht auf Dauer aufrechtzuerhalten, obschon sie sich durchaus mit den in den ersten Jahren der Dekade erzielten Wachstumsraten vergleichen läßt. Das Überschäumen von Inlandsnachfrage und Produktion ging nicht nur mit der deutlichen Verschlechterung in der Handelsbilanz einher, sondern war auch von einem Teuerungsschub bei den Verbraucherpreisen und von spekulativen Anlagen in Sach- und Geldvermögenswerten begleitet. Im Gegensatz dazu zeichneten sich vorherige Perioden schneller und nachhaltiger realer Einkommensverbesserungen

Abschwächung
in der Handels-
bilanz ...

... geringeres
Exportwachstum
in den jungen
Industrie-
ländern ...

... aber kräftige-
res Wachstum
des realen
Sozialprodukts

durch ein exportinduziertes Wachstum und durch Maßnahmen zur Stärkung der Außenwirtschaftsposition aus. In *Taiwan* andererseits trug eine Verschärfung der Geldpolitik dazu bei, die Auswirkungen eines beispiellosen Preisbooms bei Immobilien und Aktien (denen möglicherweise ein volles Drittel des gesamten Wachstums von 1989 zuzuschreiben war) umzukehren und die Zunahme des realen Sozialprodukts auf 5% zu begrenzen. Gleichzeitig wurden gegen Ende des Jahres 1990 Pläne zur Verbesserung der Infrastruktur abgeschlossen; sie werden dem Produktionswachstum in den kommenden Jahren starken Auftrieb verleihen.

Entwicklungsländer

Ernste Lage
in den Ländern
südlich der
Sahara und ...

Inlandsprodukt und Preisentwicklung. Der Gegensatz zwischen Ölexport- und Nichtölexportländern war in *Afrika* und dem *Nahen Osten* besonders ausgeprägt. Während das zusammengefaßte Bruttoinlandsprodukt in den beiden Regionen um 2% zunahm, lag das Wachstum des Inlandsprodukts in den Ländern *südlich der Sahara* nur bei 1½%, und das reale Pro-Kopf-Einkommen ging im vierten aufeinanderfolgenden Jahr zurück. Hauptursache dafür war eine Verschlechterung der Terms of trade um 6%, die eine Reihe von Ländern zwang, die Inlandsnachfrage und die Einfuhren einzuschränken. In den nichtölexportierenden Ländern des Nahen Ostens spielten hauptsächlich Exporteinbußen und geringere Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitnehmern infolge der Golfkrise eine Rolle. Gleichzeitig vermochte *Nigeria* dank umfangreicher freier Kapazitäten im Ölsektor die Ölförderung um über 10% und das reale Bruttoinlandsprodukt um 5% zu steigern. Mit Hilfe einer restriktiven Kreditpolitik, die eine Stärkung und Umstrukturierung des Finanzsektors mit einschloß, und einer drastischen Einschränkung der monetären Finanzierung des Haushaltsdefizits konnte die Inflationsrate auf weniger als 15% gesenkt werden. Auch die Leistungsbilanz verbesserte sich trotz einer Zunahme der Einfuhren um 8½%. Gleichwohl erreichte das Importvolumen nicht einmal ein Drittel seines Rekordumfangs von 1981. Eine schwerwiegende Folge hatte die Politik der Einfuhrbegrenzung: Die Relation Investitionen zu Bruttoinlandsprodukt sank auf weniger als 10%.

... Verschärfung
der Krise in
Lateinamerika ...

Obwohl *Lateinamerika* wegen des Ölpreisanstiegs netto einen Einnahmenezuwachs verzeichnete, nahm das Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt ab, während sich die Inflation gegenüber 1989, als sie bereits sehr hoch war, noch beschleunigte. Weitere Zeichen einer Verschärfung der Krise waren die Zunahme der registrierten Arbeitslosigkeit, die Verschlechterung der zusammengefaßten Handelsbilanz, das Anwachsen der Zinsrückstände und – trotz einer restriktiven Finanzpolitik – das Ansteigen der öffentlichen Verschuldung auf ein Niveau, das in mehreren Ländern die Aufrechterhaltung positiver Realzinsen erschwerte.

... bei sinkender
Produktion ...

Der Rückgang der Produktion insgesamt kann vor allem der Entwicklung in drei Volkswirtschaften (*Brasilien*, *Argentinien* und *Peru*) zugeschrieben werden, die unter starker makroökonomischer Instabilität leiden. Die Produktionseinbußen dieser drei Länder spiegeln die engen interregionalen Handelsbeziehungen wider; sie verstärkten die Auswirkungen der in zahlreichen anderen Ländern eingeleiteten restriktiven Maßnahmen und wogen die Zuwächse der bedeutenden Ölexporteure (*Mexiko* und *Venezuela*) mehr als auf. Die geringe

Produktionsleistung kann auch als Ergebnis einer Politik gesehen werden, die auf die Begrenzung des Wachstums der Nominaleinkommen angesichts des Umstands abzielt, daß die Unternehmen ihre Preise nicht der allgemeinen Nachfrage, sondern hauptsächlich an die Kostenentwicklung und die tiefverwurzelten Inflationserwartungen anpassen. Diese Tendenzen waren in *Brasilien* besonders offensichtlich; dort führten Versuche, das Haushaltsdefizit zu konsolidieren, zusammen mit einer einschneidenden Liquiditätsverknappung zu einem starken Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts und der Beschäftigung in der Industrie. Trotz Bemühungen, die Einfuhren zu liberalisieren, und des restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurses stieg die Inflationsrate auf über 3 000% (s. die nebenstehende Tabelle), wenn dieser Anstieg auch teilweise der starken Anfälligkeit Brasiliens gegenüber höheren Energiepreisen zuzuschreiben war. Noch schlimmer war die Lage in *Peru*, wo eine weitere Abnahme des Bruttoinlandsprodukts die kumulierten Produktionsverluste der letzten drei Jahre auf fast 30% steigen ließ. Im gleichen Zeitraum stieg die Inflation von 86% auf 7 650%. Der desolate Zustand der Wirtschaft geht auch aus dem Wert der peruanischen ausländischen Bankschulden am Sekundärmarkt hervor, der auf nur 3½% des Nennbetrags geschrumpft ist.

... und zunehmender Inflation in wichtigen Ländern

Es gab jedoch auch einige ermutigende Entwicklungen in dieser Region. *Kolumbien* zeichnete sich nach wie vor durch ein hohes Maß an wirtschaftlicher Stabilität aus. Das Produktionswachstum in *Chile* fiel außerordentlich stark ab, doch muß man dies vor dem Hintergrund einer Wirtschaftspolitik sehen, die verhindern will, daß die Wirtschaft die Schwelle zur Übernachfrage und zu einem Teuerungsschub überschreitet. Die Stabilisierungs- und Reformmaßnahmen, die *Venezuela* Anfang 1989 ergriff, trugen wesentlich dazu bei, daß 1990 ein positives Produktionswachstum zu verzeichnen war und die Inflationsrate bis zum Jahresende auf knapp über 30% gedrückt werden konnte. Was schließlich *Mexiko* anbelangt, so verzeichnete dieses Land seine höchste Wachstumsrate seit 1981 und reduzierte sein Haushaltsdefizit auf 4½% des Bruttoinlandsprodukts, verglichen mit 12¼% im Jahr 1988. Diese Entwicklungen waren freilich – teilweise infolge einer expansiven Geldpolitik – von einem Anstieg der Inflation begleitet. Trotz der unerwarteten Einnahmen infolge höherer Ölpreise blieb das Leistungsbilanzdefizit praktisch unverändert. Ein weiteres Problem ist, daß auf längere Sicht die private Investitionsquote (gemessen als Anteil am BIP) von 12% bis 13% womöglich nicht mehr ausreicht, um die rasch wachsende Erwerbsbevölkerung zu beschäftigen.

Einige ermutigende Entwicklungen ...

Was die Beschleunigung der Inflation in der Region betrifft, so verbergen sich hinter der durchschnittlichen Teuerungsrate von 768% sehr große Unterschiede sowohl innerhalb des Jahres als auch zwischen den einzelnen Ländern. Obschon die Preise eher zögernd auf das Stabilisierungsprogramm in den Ländern mit Hyperinflation reagierten, trat gegen Jahresende eine gewisse Inflationsverlangsamung ein. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob diese Verlangsamung nachhaltig ist, da Zuflucht zu Preis- und Lohnstopps genommen wurde und in einigen Fällen – namentlich in *Argentinien* – die Preisentwicklung im Inland durch einen Anstieg des nominalen Währungsaußenwerts gedämpft wurde. In den meisten anderen lateinamerikanischen Ländern lag die Teuerung ebenfalls höher als 1989, und das sich verschlechternde Preisklima ließ mehrere Regierungen

... trotz weitverbreiteter höherer Inflation

Inflation in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern							
Land/ Ländergruppe	1980–84 Durchschnitt	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Veränderung der Verbraucherpreise in Prozent							
Afrika und Naher Osten	12,5	7,0	11,5	16,5	18,5	16,5	14,0
Ägypten	14,6	12,1	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8
Nigeria	22,4	5,5	5,4	10,2	38,3	40,9	13,5 ¹
Asien	7,5	6,0	8,7	9,5	14,3	11,7	8,0
China	2,3	11,9	7,0	8,8	20,7	16,3	2,0
Indien	10,2	5,6	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0 ¹
Philippinen	19,8	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5	12,5
Südkorea	8,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6
Lateinamerika	90,0	145,0	88,0	131,0	286,5	533,0	768,0
Argentinien	263,5	672,0	90,5	131,7	343,0	3 079	2 314
Brasilien	132,5	227,0	150,0	219,0	582,0	1 325	3 118
Mexiko	61,5	57,7	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7
Peru	87,0	163,2	77,9	85,8	667,0	3 399	7 650
Länder insgesamt ²	35,0	49,0	34,0	48,5	98,0	171,5	238,0

¹ Geschätzt. ² Durchschnitte berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86.
Quellen: IMF, International Financial Statistics und World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

gen zu restriktiven Maßnahmen greifen, welche zur Abschwächung des Produktionswachstums beitrugen.

Auch wenn man die jungen Industrieländer herausrechnet, lag das Wirtschaftswachstum in Asien mit real 5½% deutlich über jenem der anderen Entwicklungsländer und etwas höher als 1989. Allerdings bewirkten mehrere Faktoren gegen Jahresende eine Abschwächung. Wegen der relativ energieintensiven Produktion waren die durch den Ölpreisanstieg verursachten realen Einkommenseinbußen größer als in den meisten OECD-Ländern. Einige der größeren asiatischen Länder erlitten auch beträchtliche Verluste durch das Ausbleiben von Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitnehmern. Zudem kam es zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen, als sich die japanischen Banken aus dem Markt für Konsortialkredite zurückzogen und die Aktienkurse sanken, so daß die Unternehmen gezwungen waren, andere Finanzierungsquellen zu finden. Darüber hinaus verschärfen etliche Zentralbanken ihre Geldpolitik und hoben die Zinssätze an in dem Bemühen, die Inflation zu dämpfen, die Preise von Vermögenswerten zu drücken und der Immobilienspekulation zu begegnen. Schließlich waren in einigen Ländern, darunter die beiden größten der Region, wachsende finanzielle und strukturelle Ungleichgewichte festzustellen, die einige Zweifel an der Nachhaltigkeit des derzeitigen realen Wirtschaftswachstums weckten.

Diese allgemeinen Tendenzen traten in Thailand deutlich zutage, das wiederum eine der höchsten Wachstumsraten der Region verzeichnete (9,8%), sich jedoch zunehmenden Problemen in Form eines Mangels an Facharbeitern, einer

Kräftigeres
Wachstum
in Asien ...

... bis zu 10% in
einigen Ländern

überlasteten Infrastruktur, steigender Inflation und einer sich öffnenden Schere zwischen den armen ländlichen Gegenden und den prosperierenden Industrieregionen rund um die Hauptstadt gegenüber. In *Malaysia* war das Wachstum des realen Inlandsprodukts um 10% das Ergebnis einer starken Inlandsnachfrage, die durch eine Erhöhung der Reallöhne um fast 10% und den anhaltenden Aufschwung der Auslandsinvestitionen angekurbelt wurde. Der Einfluß des realen Außenbeitrags war jedoch negativ, und das Leistungsbilanzdefizit vergrößerte sich. Auch das Haushaltsdefizit weitete sich infolge höherer Verbraucherpreissubventionen aus und könnte dieses Jahr noch größer werden, da die Regierung plant, das geringere Exportwachstum durch eine Senkung direkter und indirekter Steuern und einen weiteren Ausbau der Investitionsförderung auszugleichen. Hingegen hat sich in *Indonesien*, das wie *Malaysia* netto Erdöl exportiert, die Regierung für eine behutsame Haushaltspolitik entschieden; sie verwendete die zusätzlichen Öleinkünfte vorwiegend zur Schuldentilgung und für Investitionen in die Infrastruktur. Neben der Verbesserung der realen Austauschrelationen schlugen sich im letztjährigen realen Wirtschaftswachstum von 7½% ein kräftiger Anstieg des privaten Verbrauchs und die verzögerten Auswirkungen einer Strukturpolitik nieder, deren Ziel die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft ist.

Die im vergangenen Jahr auf den *Philippinen* beobachteten ungünstigen Entwicklungen waren teilweise das Ergebnis außenwirtschaftlicher und exogener Faktoren wie höherer Ölpreise, geringerer Überweisungen durch Gastarbeiter im Ausland, Naturkatastrophen sowie Mangelerscheinungen und Störungen im Wirtschaftsablauf im Zusammenhang mit sozialen und politischen Unruhen. Jedoch spielten auch geringe Exporterlöse eine Rolle, die teilweise auf eine Anhebung der Mindestlöhne um nominal 20% zurückzuführen waren. Überdies gab es mehrere Anzeichen wachsender finanzieller und struktureller Ungleichgewichte. Das Haushalts- und das Leistungsbilanzdefizit stiegen beide auf rund 5½% des Bruttoinlandsprodukts, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 9%, obgleich schon schätzungsweise ein Drittel der Erwerbspersonen unterbeschäftigt ist. Auch in *Indien* verstärkten sich im vergangenen Jahr die Ungleichgewichte; das Haushaltsdefizit stieg auf 8½% des Inlandsprodukts (die Zinszahlungen auf die Staatsschuld machen nun etwa 30% der Gesamtausgaben aus), so daß die öffentliche Verschuldung einen Umfang erreichte, der den geldpolitischen Handlungsspielraum einengte. Eine weitere Verschlechterung der Zahlungsbilanz ließ die Auslandsverschuldung auf 27% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen. Selbst nachdem Indien die meisten seiner langfristigen Auslandsaktiva verkauft hatte, um Importe zu finanzieren, hatte es bis zum November seine Devisenreserven bis auf einen Rest verbraucht, der dem Wert der Einfuhren von nur zwei Wochen entsprach. Das Wachstum der Industrieproduktion schwächte sich im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr ab, und der Verbraucherpreisanstieg erhöhte sich bis zum Jahresende 1990 auf 12½%.

Auch in *China* sind dunkle Flecken auf einem auf den ersten Blick hellen Bild zu erkennen. Das Produktionswachstum beschleunigte sich 1990, die Inflationsrate wurde auf 2% gedrückt, und die Leistungsbilanz erbrachte einen Überschuß. Das höhere Wachstum war jedoch teilweise das Ergebnis einer Produktion auf Lager in Staatsbetrieben und einiger expansiver geldpolitischer

Zunehmende Ungleichgewichte auf den Philippinen ...

... in Indien ...

... und China

Maßnahmen. Aufgrund wachsender Verluste der Staatsbetriebe weitete sich zudem das Haushaltsdefizit gegenüber 1989 beträchtlich aus, während die Verbesserung der Leistungsbilanz vor dem Hintergrund einer starken Erhöhung der Exportsubventionen zu sehen ist. Das ausgewiesene Inflationsergebnis schließlich wurde dadurch begünstigt, daß Reformen mit dem Ziel, Marktpreise einzuführen, auf dieses Jahr verschoben wurden.

Entwicklung der Handelsbilanzen im Jahr 1990. Vor dem Hintergrund divergierender außen- und binnenwirtschaftlicher Entwicklungen veränderten sich die Handelsbilanzpositionen der einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern auf sehr unterschiedliche Weise. Der gemeinsame Handelsbilanzüberschuß erhöhte sich um \$ 29 Mrd.; dieser Anstieg ist jedoch fast gänzlich den Ölexportländern zuzuschreiben, deren Handelsbilanzüberschuß sich um fast \$ 27½ Mrd. erhöhte.

Leichte Handelsbilanzverbesserung der nicht-ölexportierenden Länder ...

Die Verbesserung der Handelsbilanz der *nichtölexportierenden Länder* zusammen sollte vor dem Hintergrund des Ölpreisschubs gesehen werden, der für sich allein die Importrechnung um fast \$ 3 Mrd. erhöhte. Überdies belastete die Golfkrise das Handelsergebnis einiger Länder, vor allem dasjenige Ägyptens und Jordaniens, im zweiten Halbjahr 1990 schwer. Außerdem führte der Rückgang der Rohstoffpreise (ohne Öl) zusammen mit dem Anstieg der Ölpreise zu einer allgemeinen Verschlechterung der Terms of trade, der stärksten seit Ausbruch der Schuldenkrise 1982; die Importpreise stiegen nämlich, in Dollar gerechnet, um 7½%, während sich die Exportpreise lediglich um 2% erhöhten. Wie aus der umstehenden Tabelle ersichtlich, waren die Terms-of-trade-Verluste breit verteilt, wobei insbesondere die der Rohstoffproduzenten nicht weniger als 8% betrugen. Die Konzentration dieser Erzeugerländer auf Afrika südlich der Sahara und Lateinamerika erklärt auch die weite Verbreitung hoher Terms-of-trade-Einbußen in diesen beiden Regionen.

Handelsbilanzen der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer										
Ländergruppe	Handelsbilanzsaldo					darunter: Ölhandelsbilanzsaldo				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	Milliarden US-Dollar									
Junge Industrieländer	19,9	25,4	21,8	18,9	9,2	-6,2	-7,9	-7,9	-10,1	-13,8
Entwicklungsländer	-10,9	18,5	4,0	21,7	50,9	81,5	98,3	91,2	113,8	149,8
Ölexportländer*	21,1	44,9	27,3	51,0	78,4	89,2	107,6	99,9	124,6	163,6
Übrige										
Entwicklungsländer	-32,0	-26,4	-23,3	-29,3	-27,5	-7,7	-9,3	-8,7	-10,8	-13,8
Fertigwaren-exporteure*	-11,3	- 2,6	- 1,2	- 5,8	- 3,4	-3,6	-4,6	-4,8	- 6,2	- 9,1
Rohstoff-exporteure*	1,7	- 2,7	- 0,1	2,4	2,0	-2,5	-1,9	-2,1	- 2,1	- 2,3
Sonstige	-22,4	-21,1	-22,0	-25,9	-26,1	-1,6	-2,8	-1,8	- 2,5	- 2,4
Nachrichtlich: Hochverschuldete Länder	21,4	25,9	28,8	35,2	34,3	18,8	21,6	19,2	24,9	34,6
* Länder, deren Exporte von Öl, Fertigwaren bzw. Rohstoffen 1985-87 mehr als 50% der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen ausmachten.										
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.										

Indikatoren des Außenhandels ausgewählter Ländergruppen				
Ländergruppe	Jahr	Export- volumen	Import- volumen	Terms of trade
		jährliche Veränderung in Prozent		
Entwicklungsländer insgesamt*	1982–90	3,9	–1,6	– 4,0
	1988	11,3	7,3	– 6,1
	1989	7,7	4,9	3,0
	1990	6,6	2,1	1,7
Ölexporteur	1982–90	1,6	–5,1	– 7,4
	1988	13,5	8,2	–18,3
	1989	8,1	5,1	10,7
	1990	3,8	2,8	11,4
Übrige Entwicklungsländer	1982–90	5,5	1,0	– 1,5
	1988	9,6	6,6	2,7
	1989	7,5	4,8	– 2,5
	1990	8,6	1,6	– 5,3
darunter: Fertigwarenexporteur	1982–90	6,6	4,9	– 0,8
	1988	12,4	11,0	2,0
	1989	8,7	7,1	– 2,6
	1990	6,3	1,2	– 3,6
Rohstoffexporteur	1982–90	3,6	–2,2	– 2,6
	1988	3,1	2,0	4,7
	1989	7,0	0,6	– 1,6
	1990	8,8	1,1	– 7,9
<i>Nachrichtlich:</i>				
<i>Hochverschuldete Länder</i>	1982–90	4,1	–3,6	– 4,0
	1988	11,7	8,8	– 3,1
	1989	5,5	3,2	1,0
	1990	4,6	8,2	– 1,4
<i>Junge Industrieländer</i>	1982–90	11,6	10,7	1,0
	1988	14,1	21,0	1,0
	1989	8,6	14,9	2,1
	1990	3,3	5,5	– 1,1
* Ohne die jungen Industrieländer. Die Gruppenschneitel basieren auf den Exportgewichten von 1987/88.				
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.				

Im allgemeinen wurden diese negativen Effekte mehr oder weniger durch eine substantielle Erhöhung des realen Exportwachstums und häufig eine weitere Abschwächung der Importnachfrage kompensiert. Der Exportvolumenzuwachs aller nichtölexportierender Länder zusammen vergrößerte sich 1990 auf 8½%. In den Ländern, die hauptsächlich Fertigwaren ausführen, konnte die Steigerung fast auf dem sehr hohen Stand der Vorjahre gehalten werden, und für die Rohstoffproduzenten wurden Zuwächse von bis zu 9% registriert. Gleichzeitig schwächte sich die Ausweitung des Importvolumens auf knapp 1½% ab. Bei den Fertigwarenexporteuren fiel das Importwachstum gegenüber den sehr hohen Raten der beiden Vorjahre stark ab, während die Einfuhren der Rohstoffproduzenten praktisch stagnierten.

... gestützt durch
kräftigeres
Exportwachstum

Beträchtliche
Unterschiede
bei den Öl-
exporteuren ...

Sehr unterschiedliche Volumensentwicklungen konnten bei den *ölexportierenden Ländern* beobachtet werden. Insgesamt verringerte sich das Wachstum des Exportvolumens dieser Ländergruppe von 8% im Jahr 1989 auf etwa 4% im vergangenen Jahr, aber die Unterschiede bei den Exportleistungen waren groß. So wurde das Embargo für Öllieferungen aus Kuwait und dem Irak im zweiten Halbjahr 1990 durch eine bedeutende Steigerung der Ölexporte mehrerer anderer Ölproduzenten, namentlich Saudi-Arabiens, Nigerias und Venezuelas, ausgeglichen. Angesichts hoher Exporteinnahmen verstärkte sich das Wachstum der Importe der ölexportierenden Länder Lateinamerikas und Afrikas dem Volumen nach auf 9½%, während das prekäre politische Klima im Nahen Osten die Importnachfrage der Ölförderländer dieser Region stark beeinträchtigte.

... und uneinheitliche
Ergebnisse
bei den hoch-
verschuldeten
Ländern

Wegen unterschiedlicher Exportorientierung und Empfindlichkeit gegenüber externen Preistendenzen divergierten die Handelsbilanzentwicklungen auch in der Gruppe der *hochverschuldeten Länder mittleren Einkommens*. Die externen Schockwirkungen, die sich in den starken Ausschlägen der realen Austauschrelationen der einzelnen Länder äußerten, haben offenbar die Länder am härtesten getroffen, die große strukturelle Ungleichgewichte in ihrer Binnenwirtschaft aufweisen. Am deutlichsten zeigt sich dies an den mit etwa \$ 5 Mrd. bzw. \$ 1,5 Mrd. starken Verschlechterungen der Außenhandelssalden Brasiliens und der Philippinen. Die starke Abhängigkeit der beiden Länder von Ölimporten erklärt zu einem großen Teil die kräftige Zunahme ihrer Einfuhren um 10% und mehr; Brasilien liberalisierte überdies die Einfuhren im Rahmen seines Stabilisierungsprogramms. Die gleichzeitige Verschlechterung ihrer Handelsbilanz kann jedoch diesen Faktoren nicht allein zur Last gelegt werden. Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und das gravierende Ausmaß sozialer und wirtschaftlicher Ungleichgewichte haben ebenfalls zur anhaltend raschen Ausweitung ihrer Nichtölimporte und zu den enttäuschenden Exportergebnissen beigetragen. Überdies hemmten zunehmende Zinsrückstände und Probleme bei der Kreditbeschaffung zur Finanzierung von im Industriesektor benötigten Importen tendenziell das Exportwachstum.

In Venezuela zeigten sich dagegen Konjunktur und Außenhandel 1990 kräftig erholt, da die Einnahmen aus den Ölexporten nicht nur dank Preiserhöhungen, sondern auch wegen größerer Mengen um 45% stiegen. Außerdem nahmen auch die übrigen Ausfuhren wieder zu, so daß sich der Handelsbilanzüberschuß erhöhte, obwohl der Dollarwert der Einfuhren um deutlich mehr als 10% stieg. Auch Nigeria verbesserte seine Handelsbilanz deutlich dank höherer Öleinkünfte, die 95% der gesamten Exporteinnahmen ausmachen. Kolumbien erzielte ebenfalls höhere Einnahmen aus Ölexporten, zum besseren Außenhandelsergebnis trug jedoch auch ein kräftiges Wachstum der übrigen Exporte bei.

Schlüsselstellung
der außenwirtschaftlichen
Wettbewerbsfähigkeit ...

In den meisten Entwicklungsländern ist die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit der Schlüsselfaktor für die Entwicklung der inländischen Produktion und der Zahlungsbilanz. Die von den vier jungen Industrieländern in früheren Jahren verzeichneten hohen Wachstumsraten können zu einem großen Teil diesem Faktor zugeschrieben werden, wie auch die weniger hohen Raten der jüngsten Zeit mit einer Verschlechterung ihrer relativen Kostenposition zusammenhängen. Daß Länder wie Malaysia, Chile und Indonesien größere

Leistungsbilanzkrisen abwenden konnten, während andere wie Brasilien, die Philippinen und Peru sich immer noch großen und weiter zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten gegenübersehen, ist ebenfalls zu einem guten Teil darauf zurückzuführen, daß sie den realen Außenwert ihrer Währung im großen und ganzen stabil halten konnten und es ihnen gelang, binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und inflationärem Druck vorzubeugen. In anderen als den herkömmlichen Exportmärkten wettbewerbsfähig zu werden kann ebenfalls das Fundament für den Aufbau einer diversifizierteren Wirtschaft legen, wodurch sich die Anfälligkeit für plötzliche Verschlechterungen der Terms of trade vermindert. In der Tat erlitten die diversifizierteren Volkswirtschaften unter den Entwicklungsländern von 1982 bis 1990 keine kumulierten Verluste in den Terms of trade. Im gleichen Zeitraum addierten sich die Terms-of-trade-Verluste der Rohstoffproduzenten und der ölexportierenden Länder auf über 20% bzw. 50%. Eine wettbewerbsfähige und ausreichend diversifizierte Wirtschaft reagiert überdies weniger empfindlich auf Entwicklungen an einzelnen regionalen Märkten, da sie in der Lage ist, dynamischere Entwicklungen anderswo zu nutzen.

... und der
Diversifikation

Entwicklungen in Osteuropa

Die jüngsten Vorgänge in Osteuropa waren dramatisch und ohne Beispiel. Für die Probleme des Übergangs von einer Plan- zu einer Marktwirtschaft, mit denen diese Länder zu kämpfen haben, finden sich weder in der Wirtschaftstheorie noch im Erfahrungswissen Patentlösungen. Der letztjährige Produktionsrückgang um fast 6% im regionalen Durchschnitt war jedoch nicht nur der unvermeidliche Preis, der für den Übergang gezahlt werden mußte, sondern spiegelte ebenso sehr das Sterben eines Systems wider, das immer weniger funktionierte und nicht mehr zu reparieren war.

Dieses Zusammenwirken unmittelbarer und tiefliegender Ursachen trat am deutlichsten in jenen Ländern (Ungarn, Polen, der ehemaligen DDR und Jugoslawien) zutage, die letztes Jahr umfassende Reformprogramme eingeleitet haben, da als Folge der Beseitigung von Preiskontrollen und der Konfrontation mit Marktpreisen die gemessene reale Produktion einbrach. Aus drei Gründen überzeichnen jedoch die statistischen Werte die Wohlfahrtsverluste der Verbraucher. Erstens wurde mit der Einführung von Marktpreisen die Produktion von Gütern eingestellt, die von den Verbrauchern nicht nachgefragt wurden, und Verzerrungen bei der vorherigen Bewertung von Produktion und Einkommen wurden beseitigt. Da sich zweitens die Mangelsituationen, die Vorräte an Ladenhütern und die zuvor mit Schlangestehen verlorene Zeit stark verminderten, beseitigten die Reformen Kosten des früheren Systems und brachten den Verbrauchern große, wenn auch nicht meßbare Wohlfahrtsgewinne. Drittens wird die Produktion in den sich neu entwickelnden privaten Sektoren nur teilweise, in manchen Fällen sogar überhaupt nicht in den amtlichen Statistiken erfaßt. Dieser systematische Fehler ist in Ungarn gravierend, da die kleinen Unternehmen, die meist in privater Hand sind und deren Zahl sich in den ersten zehn Monaten des vergangenen Jahres mehr als verdoppelte, in der Statistik über die Industrieproduktion nicht erfaßt sind. Ähnliches gilt für Polen, wo sich

Wirtschafts-
entwicklung in ...

... Ländern
mit umfassenden
Reformen ...

... und Ländern
im Frühstadium
des Übergangs

der Anteil der Privatindustrie an der Gesamtproduktion schätzungsweise auf 13½% erhöht hat, verglichen mit nur 7½% im Jahr 1989.

Das Erscheinungsbild eines Systems, das grundlegender Änderungen bedarf, war in jenen Ländern offenkundig, die sich noch im Frühstadium des Übergangsprozesses befinden und im letzten Jahr nur Teilmaßnahmen ergriffen haben. Eine Wachstumsstrategie, die im wesentlichen auf einer Steigerung der Produktion durch erhöhten Input von Arbeitskräften und insbesondere von Kapital beruhte, während dem technischen Fortschritt und der Ressourcenallokation nur wenig Aufmerksamkeit gewidmet wurde, hatte das durchschnittliche Wachstum auf einen historischen Tiefstand sinken lassen, da die Kapitalproduktivität abnahm. In den achtziger Jahren gingen mit dem Rückgang des realen Wachstums zunehmende Ungleichgewichte einher, da stärkere Nominaleinkommenszuwächse bei weiterhin kontrollierten Preisen vermehrt zu Mangelsituationen und zurückgestauter Inflation führten. Im Jahr 1990 folgte auf die Produktionsverlangsamung ein absoluter Rückgang, und im Verlauf des Jahres wurde immer offensichtlicher, daß dieser Rückgang nicht als ein umkehrbarer konjunktureller Umschwung gedeutet werden konnte. Vielmehr handelte es sich um die Beschleunigung eines wirtschaftlichen Auflösungsprozesses, die durch ein Aufschieben oder Aufheben von Reformmaßnahmen nicht verhindert werden konnte.

Produktionstendenzen und deren unmittelbare Ursachen

Nach den politischen Umwälzungen von 1989 war bereits im vierten Quartal jenes Jahres in Osteuropa ein Rückgang der Produktion feststellbar; diese Tendenzen verstärkten sich im Verlauf des Jahres 1990 noch. Die Produktion sank im Durchschnitt um fast 6% (s. die umstehende Tabelle); in einigen Ländern ging die Industrieproduktion sogar um mehr als 20% zurück. Einige der unmittelbaren Ursachen für diese Entwicklung waren nur in bestimmten Ländern oder Ländergruppen anzutreffen, andere waren allgemeinerer Natur, wenn auch ihre Stärke je nach Land unterschiedlich war.

Länderspezifische
Ursachen um-
fassen Ver-
knappungen ...

Von den länderspezifischen Ursachen war wohl das Stadium und die Art des Reformprozesses oder das Ausbleiben von Reformmaßnahmen der wichtigste Faktor. In *Bulgarien* und *Rumänien* sind verschiedene Reformen diskutiert, bisher aber wenige tatsächlich eingeleitet worden. Die enormen Produktionsrückgänge waren vor allem dem Mangel an Rohstoffen und Zwischenerzeugnissen zuzuschreiben. Dieser wiederum hing mit der Devisenknappheit zusammen, die sich im Falle Bulgariens nach Einstellung der Bedienung der Auslandsschulden noch verschlimmerte. Verstärkt wurden die Produktionsverluste noch durch einen veralteten und vernachlässigten Kapitalstock und das Fehlen von Marktkräften, die an die Stelle der zentralen Planung treten konnten. In Rumänien kam als weiterer Faktor, der vor allem die Industrieproduktion beeinflusste, noch eine Kürzung der Arbeitswoche von sechs auf fünf Tage hinzu. In beiden Ländern wurde der Abschwung von einem drastischen Rückgang der Anlageinvestitionen – in Rumänien um 35% – bestimmt, da man der Befriedigung der Grundbedürfnisse der Bevölkerung Vorrang einräumte.

... drastische
Rückgänge der
Investitionen ...

Knappheitserscheinungen zusammen mit Verteilungsengpässen sowie Kürzungen der öffentlichen Investitionen um 19% in dem Bemühen, das

Osteuropa: Entwicklung der realen Produktion ¹								
Land	1960–70	1970–80	1980–85	1986	1987	1988	1989	1990 ²
	jährliche Veränderung in Prozent							
Bulgarien	7,7	7,1	3,7	5,3	5,1	2,4	–0,5	–13,5 (–14,0)
DDR ³	4,1	4,8	4,5	4,3	3,3	2,8	2,0	–19,5 (–28,0)
Jugoslawien	6,7	5,8	0,7	3,6	–1,1	–2,0	0,6	– 7,5 (–10,5)
Polen	6,1	5,4	–0,8	4,9	2,0	4,7	–0,2	–12,0 (–23,0)
Rumänien ⁴	8,6	9,4	3,0	3,0	0,7	–2,0	–7,9	–10,0 (–20,0)
Sowjetunion	7,2	5,1	3,2	2,3	1,6	4,4	2,5	– 4,0 (– 1,5)
Tschechoslowakei	4,2	4,7	1,8	2,6	2,1	2,3	1,3	– 3,1 (– 3,7)
Ungarn	5,5	5,0	1,8	1,5	4,1	–0,1	–0,2	– 4,5 (– 4,5)
Durchschnitt ⁵	6,8	5,2	2,9	2,7	1,7	3,7	1,5	– 5,8 (– 5,6)
Industrieländer	4,8	3,1	2,5	2,7	3,4	4,5	3,3	2,5 (1,9)

¹ Materielle Nettoproduktion (ohne Abschreibungen und nichtmaterielle Dienstleistungen) außer bei Ungarn (BIP) und Jugoslawien (BSP ohne nichtmaterielle Dienstleistungen). ² Vorläufig oder geschätzt; die Zahlen in Klammern geben die Industrieproduktion an. ³ Vereinigt mit der Bundesrepublik Deutschland am 3. Oktober 1990. ⁴ Die Zahlen für 1980–87 werden gegenwärtig revidiert und könnten erheblich verändert sein. ⁵ Gewogener Durchschnitt auf der Basis der Produktion und nichtkommerzieller Wechselkurse von 1984–86.

Quellen: UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; IMF, International Financial Statistics.

Staatsdefizit zu reduzieren, waren auch für den Produktionsrückgang in der Sowjetunion ursächlich. Eine niedrigere Energieerzeugung wirkte sich ebenfalls negativ aus, vor allem auf die realen Exporte; zudem erwies sich in mehreren Bereichen eine auf einigen großen Unternehmen beruhende Versorgungsstruktur als überaus verwundbar gegenüber den Auswirkungen von Arbeitskonflikten in einem Sektor oder einer Region, die sich konzentrisch über die gesamte Wirtschaft verbreiteten. Trotz der Beibehaltung von Preiskontrollen stieg die Inflationsrate gegen Jahresende als Folge zunehmender Verknappungserscheinungen kräftig an. Angesichts des Ausmaßes des Inflationsschubs könnte die Jahresteuersatzrate um 2–3 Prozentpunkte über den derzeitigen Schätzungen liegen und der Rückgang der realen Produktion noch entsprechend stärker sein. In der Tat würde – halbamtlichen Schätzungen zufolge – eine Fortsetzung des gegenwärtigen Trends bedeuten, daß die reale Produktion in diesem Jahr um mindestens 11% zurückgeht. Dennoch haben die politischen Hindernisse für Wirtschaftsreformen trotz zunehmender Anzeichen einer sich kontinuierlich verschlimmernden Wirtschaftslage im Laufe des letzten Jahres zugenommen. Ein umfassender Reformplan (der „500-Tage-Plan“) wurde im Sommer vorgestellt, aber das schließlich im Oktober verabschiedete Programm war nur eine verwässerte Version der ursprünglichen Vorschläge.

In Polen, der ehemaligen DDR und Jugoslawien kann der gemessene Produktionsrückgang in direkten Zusammenhang mit dem Reformprozeß gebracht werden, obschon die genauen Auswirkungen der Politik auf die inländische Produktion und Nachfrage nicht überall gleich waren. In Polen führten sehr restriktive finanz- und geldpolitische Maßnahmen sowie eine auf Senkung der realen Arbeitseinkommen ausgerichtete Einkommenspolitik zu einem deutlichen Rückgang der Inlandsnachfrage, während eine Abwertung der Währung das

... und ein anfälliges Produktionssystem

Erfahrungen mit Reformprozessen in Polen ...

... der ehemaligen DDR ...

reale Exportwachstum stimulierte und die Wettbewerbsfähigkeit der polnischen Unternehmen auf dem Inlandsmarkt aufrechterhielt. In der ehemaligen DDR hingegen konnten die Realeinkommen und die Inlandsnachfrage dank großer Transferzahlungen Westdeutschlands sowie einer langsamen Anpassung der Beschäftigung zunächst auf ihrem alten Stand gehalten werden. Die Festsetzung eines Umtauschkurses gegen D-Mark von 1:1 für laufende Transaktionen und eine Erhöhung der Nominallöhne um mehr als ein Drittel bedeuteten jedoch, daß ein wachsender Teil der Nachfrage durch Importe befriedigt wurde. Als Folge davon brachen die Umsätze und die Produktion im Inland zusammen, was gegen Ende des Jahres zu einem beispiellosen Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Kurzarbeit führte.

... Jugoslawien ...

Wie Polen verabschiedete auch *Jugoslawien* Ende 1989 ein umfassendes Stabilisierungs- und Reformprogramm, zu dem eine restriktive Finanz- und Geldpolitik, ein Einfrieren der Nominallöhne für sechs Monate und ein teilweiser Preisstopp gehörten. Die Maßnahmen schlossen auch eine geringfügige Abwertung der Währung ein. Angesichts der sehr hohen Inflationsrate – 120% im ersten Quartal 1990 – schwächte freilich die Strategie, einen festen nominalen Wechselkurs gegenüber der D-Mark beizubehalten, sehr schnell die internationale Wettbewerbsfähigkeit der jugoslawischen Unternehmen. Zusammen mit einer fast vollständigen Liberalisierung der Einfuhren verstärkten somit Veränderungen des realen Außenbeitrags die Auswirkungen von Finanz- und Geldpolitik.

... Ungarn ...

Der relativ geringe Produktionsrückgang in *Ungarn* erklärt sich hauptsächlich durch Übergangsschwierigkeiten im Zusammenhang mit einer schrittweise durchgeführten Wirtschaftsreform. Im letzten Jahr gelang es mit der Umstellung des Außenhandels auf die westlichen Länder, einen Überschuß in der Leistungsbilanz in konvertibler Währung zu erzielen. Überdies hatte die Veränderung des realen Außenbeitrags einen günstigen Einfluß auf das Bruttoinlandsprodukt. Niedrigere Reallöhne und eine Abwertung der Währung gaben den realen Exporten Auftrieb, während das Importwachstum teilweise infolge der Wiedereinführung einiger Importbeschränkungen zurückging. Gleichzeitig wirkte sich die Notwendigkeit, die Finanz- und Geldpolitik restriktiv zu halten, im Verein mit starken Kürzungen der öffentlichen Investitionen sowie Problemen bei der Übertragung von Ressourcen von staatlichen auf private Unternehmen negativ auf die Inlandsnachfrage aus. In der *Tschechoslowakei* wurde Anfang dieses Jahres ein umfassendes Reformpaket verabschiedet, aber Unsicherheiten nach seiner Ankündigung hatten schon letztes Jahr zu vorsorglichem Verhalten geführt. Dies war aus einer deutlichen und wahrscheinlich unbeabsichtigten Zunahme der Lagerbestände ersichtlich, aber auch aus vorgezogenen Käufen und einem Sinken der Sparquote der privaten Haushalte auf den geringen Wert von 2%. Überdies bewirkten das Fehlen neuer Märkte, welche die im RGW-Handel und bei den Exporten in die ehemalige DDR erlittenen Verluste hätten ausgleichen können, sowie Bestrebungen, von der im höchsten Maße energieintensiven Schwerindustrie wegzukommen, einen Rückgang der gesamten Produktion um 3½%.

... und der Tschechoslowakei

Eine Reihe gemeinsamer Faktoren verstärkte die länderspezifischen Tendenzen im Jahr 1990, und einige von ihnen werden in dieser Region auch dieses

Jahr wirksam bleiben. Erstens wird der gleichzeitige Produktionsrückgang in mehreren eng im Außenhandel miteinander verflochtenen Ländern – unabhängig von seiner Ursache – von Spillover- und Multiplikatoreffekten begleitet sein, die den ursprünglichen Rückgang noch verstärken. Zweitens schwächte die rasche Auflösung des Handelssystems des RGW (s. Kapitel IV) allgemein das reale Produktionswachstum, besonders stark aber in Ländern wie Bulgarien, wo der Export in RGW-Partnerländer fast 85% der Gesamtausfuhren ausmachte. Drittens gingen mit dem Anstieg des Ölpreises im Verein mit der Kürzung der Energieausfuhren der Sowjetunion um 30% große, ungünstige Veränderungen der Terms of trade der ölimportierenden Länder einher. Angesichts der relativ hohen Energieintensität der Produktion und des in einigen Ländern großen Anteils der Importe am gesamten Energieverbrauch (s. die folgende Tabelle) waren die damit verbundenen realen Einkommensverluste viel höher als in den westlichen Industrieländern. Überdies waren jene Länder, die mit Ölimporten aus dem Irak als Gegenleistung für zuvor gewährte Kredite gerechnet hatten, gezwungen, andere Energiebezugsquellen zu viel höheren Preisen zu suchen. Viertens beeinträchtigte eine große Dürre die landwirtschaftliche Produktion und die Stromerzeugung im Süden der Region, was die Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Energieeinfuhren noch mehr zunehmen ließ. Schließlich kam es wegen abnehmender Arbeitsdisziplin zu häufigen Streiks und niedrigerer Produktivität, und politische Unruhen – oft verbunden mit separatistischen Strömungen – schufen weitere Probleme, indem sie vor allem die Segmentierung der Märkte verstärkten und die Koordinierung der Wirtschaftspolitik erschwerten. Als Folge dieser Entwicklungen zeigten sich vor allem in Ländern, wo der Reformprozeß noch immer in einem Anfangsstadium steckte, deutliche Anzeichen

Gemeinsame
Faktoren hinter
der Entwicklung
von 1990 und ...

Entwicklung des Energie- und Ölverbrauchs in Osteuropa							
Land/ Ländergruppe	Energieverbrauch ¹		Ölver- brauch je Produktions- einheit	Ölver- brauch	Netto- importe	Energieverbrauch	
	pro Kopf	je Pro- duktions- einheit				pro Kopf 1988 ²	je Pro- duktions- einheit ³
	durchschnittliche jährliche Veränderung 1980–88 in Prozent			in Prozent des Energieverbrauchs 1988			
Bulgarien	1,4	–2,3	–2,8	35,0	58,2	4 120	1,2
DDR	0,9	–3,2	–6,0	17,8	25,9	5 687	1,4
Jugoslawien	1,9	2,1	–0,8	33,8	39,5	1 997	1,2
Polen	–0,6	–0,9	–2,9	13,1	2,8	3 414	1,8
Rumänien	1,2	–2,7	–3,7	26,2	22,9	3 408	1,5
Sowjetunion	3,3	0,3	–2,5	31,2	–19,3	4 955	1,4
Tschecho- slowakei	0,1	–1,6	–5,4	19,5	31,0	4 884	1,2
Ungarn	0,8	–1,1	–3,0	31,3	45,6	2 800	1,5
Europa (OECD)	0,3	–1,3	–3,6	43,5	40,2	3 234	0,4

¹ Gemessen als Primärenergiebedarf in Tonnen Öleinheiten. ² In Kilogramm. ³ Gesamtenergiebedarf 1985 relativ zum in US-Dollar gerechneten durchschnittlichen BIP im Zeitraum 1984–86.

Quellen: UN, Energy Statistics Yearbook; OECD/IEA, Energy Balances of OECD Countries, World Energy Statistics and Balances und Annual Oil Report.

... größere
Lücke zwischen
Nachfrage und
Angebot

wachsender innerer und äußerer Ungleichgewichte und eines zunehmenden Auseinanderklaffens von nominaler Nachfrage und realer Produktion. Geldmenge und Kreditvolumen expandierten beschleunigt, die Haushaltsdefizite wurden größer, und die Verluste in staatlichen Betrieben erhöhten sich angesichts rascher steigender Lohnstückkosten und nach wie vor kontrollierter Preise.

Preis- und Lohnentwicklung

Alle osteuropäischen Länder verzeichneten in den letzten beiden Jahren negative Preis- und Lohnentwicklungen; deutliche Unterschiede bestehen jedoch hinsichtlich der Inflation in den Jahren davor und der Ursachen der jüngsten Verschlechterung.

Inflationsdruck in
Ländern mit
Teilreformen

In *Bulgarien*, der *Tschechoslowakei*, *Rumänien*, der ehemaligen *DDR* und der *Sowjetunion* waren die gemeldeten Preise in den siebziger und achtziger Jahren infolge umfassender Preiskontrollen und der Subventionierung der Grundgüter des täglichen Bedarfs mehr oder weniger stabil (s. die umstehende Tabelle). Im Laufe des Jahres 1989 und vor allem nach den politischen Umwälzungen gegen Ende des Jahres führten einige dieser Länder Teilreformen bei den Preisen ein, hoben bestimmte Subventionen auf und erhöhten die administrierten Preise. Außer in der ehemaligen *DDR* (nach der Währungsreform vom 1. Juli) blieben die Preise 1990 weiter kontrolliert. Anfang dieses Jahres aber führten *Bulgarien*, die *Tschechoslowakei* und *Rumänien* eine umfassende Preisreform ein, und in der *Sowjetunion* wurde die staatliche Preissetzung im Einzelhandel im April teilweise aufgehoben, nachdem die Großhandelspreise zuvor gestiegen waren.

Inflation vor dem
Hintergrund
stufenweiser
Preisfreigabe

Ungarn, *Polen* und *Jugoslawien* verzeichneten andererseits in den siebziger und achtziger Jahren vergleichsweise hohe Inflationsraten, wenn auch die zugrundeliegenden Kräfte unterschiedlicher Art waren. *Ungarn* hatte schon 1968 erste Schritte hin zu einer stärker marktorientierten Wirtschaft getan, aber alles in allem blieb die Wirtschaft bis in die späten achtziger Jahre stark zentralisiert. In den achtziger Jahren stieg die Inflation immer stärker an und erreichte im vergangenen Jahr 30%; ursächlich dafür waren vor allem vier Faktoren: ein schrittweiser Abbau der Subventionen auf weniger als 20% der Staatsausgaben; eine stufenweise Preisfreigabe, wobei der Anteil der marktorientierten Preise Anfang dieses Jahres 90% erreichte; Reformierung des Steuersystems unter anderem durch Einführung einer Mehrwertsteuer und einer Einkommensteuer; schließlich die Abwertung der Währung zusammen mit einer zunehmenden Öffnung der Wirtschaft gegenüber den Weltmarktpreisen im Zuge der allmählichen Ausrichtung des Außenhandels auf Länder mit konvertibler Währung. Der Einfluß staatlicher Maßnahmen auf die Preise verglichen mit dem eines Nachfrageüberhangs und/oder Lohnkostendrucks war im vergangenen Jahr auffällig, als eine effektive Abwertung der Währung zusammen mit einer die Nominallohnzuwächse begrenzenden Einkommenspolitik die Monopolstellung der großen Unternehmen stärkte und es ihnen ermöglichte, den Abbau der Subventionen fast zur Gänze durch höhere Preise vor allem am Binnenmarkt wettzumachen.

Preisreformen
und Stabilisie-
rungsmaßnahmen
in *Polen* ...

Die Inflation der Verbraucherpreise stieg in *Polen* in den Jahren 1980–88 auf eine Durchschnittsrate von über 30%; ursächlich dafür waren die ersten Preisliberalisierungsschritte 1981/82 und der starke Lohnkostendruck, der teilweise auf einen hohen Grad der Lohnindexierung zurückzuführen war. Die

Entwicklung der Verbraucherpreise (VPI) und der Nominallöhne (L)						
Land		1970–80	1980–85	1985–88	1989	1990 ¹
		Jahresrate in Prozent				
Bulgarien	VPI	2,0	1,0	2,6	6,2	19,3
	L	3,9	3,3	5,6	6,0	23,0
DDR	VPI	–0,0	0,0	0,8	2,3	–4,0 ²
	L	3,1	2,0	3,9	2,5	19,0
Jugoslawien	VPI	17,5	47,5	131,0	1 240	585,0
	L	18,9	42,5	125,1	1 605	406,0
Polen	VPI	4,6	32,5	33,0	260,0	585,0
	L	10,5	27,1	38,5	289,5	398,0
Rumänien	VPI	1,0	5,0	0,8	0,9	5,7
	L	5,7	4,8	1,4	4,0	18,0
Sowjetunion	VPI	0,3	1,0	2,0	1,9	5,3
	L	3,3	2,4	5,0	9,1	12,3
Tschechoslowakei	VPI	1,2	2,0	0,2	1,5	10,0
	L	3,1	1,8	1,9	2,4	8,2
Ungarn	VPI	4,6	6,7	9,8	19,0	29,0
	L	6,6	7,9	14,5	13,6	25,0

¹ Vorläufig. ² Mai–Dezember gegenüber Durchschnitt von 1989.
 Quellen: IMF, International Financial Statistics; UN-Wirtschaftskommission für Europa; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; Angaben der einzelnen Länder.

meisten Preise blieben bis Mitte 1989 kontrolliert; dann wurden die Nahrungsmittelpreise freigegeben. Infolge steigender Energiepreise im späteren Jahresverlauf und unter dem Einfluß eines wachsenden Haushaltsungleichgewichts, mehrerer Währungsabwertungen und eines anhaltenden, starken Lohnkostendrucks stieg die Teuerungsrate in den zwölf Monaten bis Dezember auf fast 650%. Infolgedessen war ein zentrales Stützelement der Freigabe praktisch aller Preise, die Anfang 1990 in Kraft trat, die Einführung eines „nominalen Ankers“. Hinzu kam eine sehr restriktive Geld- und Finanzpolitik, zu der positive Realzinsen, ein kräftiger Rückgang des Geldmengen- und Kreditwachstums und eine Verbesserung des Finanzierungssaldos der öffentlichen Haushalte um schätzungsweise 11% des Bruttoinlandsprodukts gehörten. Um die Lohn-Preis-Abwertungs-Spirale zu brechen, stützten sich die polnischen Behörden auf zwei nominale Anker: eine teilweise konvertible Währung mit einem festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar (ursprünglich für sechs Monate, dann aber verlängert) und eine nominale Lohnnorm. Letztere wurde durchgesetzt, indem das Ausmaß des Teuerungsausgleichs vermindert und exzessive Lohnzuwächse mit einer stark progressiven Strafsteuer belegt wurden. Zusammen mit den geld- und haushaltspolitischen Maßnahmen erleichterte dieses zweigleisige Vorgehen den Übergang zu Marktpreisen; Mitte 1990 war dann die monatliche Inflationsrate auf 4–5% gesunken.

In Jugoslawien beruhte das Stabilisierungsprogramm ebenfalls auf einem festen nominalen Wechselkurs (zur D-Mark) und einer Lohnvorgabe, flankiert durch eine restriktive Geld- und Finanzpolitik. Hinzu kamen Preisfreigaben und Schritte in Richtung auf eine konvertible Währung. Da die aus der Vergangenheit

... und
Jugoslawien

Monetäre Entwicklung in Jugoslawien						
Beiträge zur Veränderung der Gesamteinlagen, auf der Basis von Jahresendständen gerechnet						
Position	1980–85 ¹	1986	1987	1988	1989	1990
	Veränderung in Prozent/Prozentpunkten					
Bargeldumlauf und Sichteinlagen (M ₁)	10,1	29,3	30,3	59,2	482	31,1
Termin- und Spareinlagen	31,1	55,5	99,1	184,2	1 842	3,8
<i>darunter: in Fremdwährung</i>	26,3	30,1	82,0	146,8	1 443	1,5
Einlagen insgesamt	41,2	84,8	129,5	243,4	2 324	34,9
Inlandskredite	41,4	90,2	114,2	230,2	2 373	37,6
Unternehmen	33,4	62,3	109,2	203,2	1 904	n.v.
<i>darunter: in Fremdwährung</i>	15,2	19,4	58,2	114,5	1 008	–2,7
Übrige Sektoren ³	8,0	27,9	5,0	27,0	470	n.v.
Nettoauslandsforderungen	–28,8	–31,2	–78,3	–115,9	–555	} –2,7
Sonstige Forderungen (netto) ⁴	28,6	25,8	93,6	129,1	506	
	Relation					
<i>Nachrichtlich:</i>						
Gesamteinlagen/BSP	0,80 ⁵	0,58	0,60	0,68	1,24	n.v.
Unternehmenskredite/BSP	0,76 ⁵	0,46	0,49	0,56	0,95	n.v.

¹ Durchschnittliche Jahresrate. ² Vorläufig. ³ Einschl. Wertpapieranlagen der Banken. ⁴ Hauptsächlich Bewertungseinflüsse. ⁵ 1980.

Quellen: Jugoslawische Nationalbank; IMF, International Financial Statistics.

mitgebrachten Probleme sehr viel ernster als im Falle Polens waren, mußte das Programm der Inflationsbekämpfung größeres Gewicht beimessen als Reformen. Erstens hatte der Anstieg der Verbraucherpreise Ende 1989 eine Rate von 2 700% erreicht, und die Arbeitslosenquote betrug infolge schlechter Produktionsergebnisse fast 12%. Zweitens war ein Finanzsystem, in dem die Banken im Eigentum von Wirtschaftsunternehmen stehen und die Nationalbank bis vor kurzem nur geringe Eigenständigkeit hatte, von einem ungewöhnlich hohen Ausmaß monetärer Flexibilität geprägt. Wie aus der folgenden Tabelle ersichtlich wird, waren die Hauptursachen des Geldmengen- und Kreditwachstums in Jugoslawien die Refinanzierung von Krediten an den Unternehmenssektor, die Übernahme der Abwertungsverluste bei den Auslandsschulden der Unternehmen durch die Nationalbank und die Aufwertungsgewinne bei Fremdwährungseinlagen von Inländern. Vor diesem Hintergrund bestanden die Stabilisierungsmaßnahmen zu einem bedeutenden Teil aus der Übertragung der Kreditsubventionen und der von Banken aus Absicherungsgeschäften von Inländern erlittenen Verluste auf den Staatshaushalt. Ferner wurden Maßnahmen ergriffen, um den Staatshaushalt im Überschuß zu halten und die Autonomie der Nationalbank zu verstärken. Mit Hilfe dieser verschiedenen Maßnahmen sank die monatliche Inflationsrate im Verlauf von nur sechs Monaten auf 0–1%, zeigte aber gegen Jahresende wieder eine steigende Tendenz.

Erste Lehren aus dem Reform- und Übergangsprozeß

Ein Schluß, der sich für den Ablauf des Reformprozesses aus den Vorgängen des

Jahres 1990 ziehen läßt, ist vor allem, wie wichtig es ist, die Freigabe der Preise durch eine restriktive Wirtschaftspolitik zu flankieren. In Polen und Jugoslawien wurden Preisschocks oder eine hohe geerbte Inflationsrate absorbiert, ohne daß sich eine Lohn-Preis-Spirale in Bewegung setzte; Ungarn ergriff ein breites Spektrum von Maßnahmen, ohne daß es zu größeren Rückschlägen kam. Weitere Lehren können, wenn auch mit Vorsicht, aus den Problemen gezogen werden, denen sich die drei Länder in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres gegenüberübersahen, und aus den Erfahrungen mit Teilreformen in anderen Ländern.

Erstens konnten sich in den Ländern, die umfassende Reformen einleiteten, das reale Sozialprodukt und die Nachfrage nach großen relativen Preisveränderungen nicht erholen, und die Angebotsseite reagierte langsamer als erwartet. Hinzu kam, daß die Unternehmen, obwohl die Nominallöhne unter der vorgegebenen Norm blieben und die Reallöhne sanken, den Subventionsabbau großenteils in Form höherer Preise überwälzten. Infolgedessen scheint sich die monatliche Inflationsrate in allen drei Ländern nunmehr trotz schwacher Nachfrage und restriktiver Wirtschaftspolitik innerhalb der Bandbreite von 3% bis 5% festgesetzt zu haben. All diese Entwicklungen zusammengenommen könnten darauf hindeuten, daß dann, wenn Privatisierung und institutioneller Wandel nicht im gleichen Tempo wie die Preisliberalisierung voranschreiten, die Unternehmen am Binnenmarkt keinem Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind. Daher reagieren sie auf eine allgemeine Nachfragebeschränkung mit Produktionskürzungen und versuchen, die Preise anzuheben, sobald die restriktiven Maßnahmen – sei es auch nur vorübergehend – gelockert werden.

Wenn sich zweitens die Behörden für einen festen Wechselkurs entscheiden, dann entsteht bei der Bestimmung des angemessenen Kurses ein Dilemma. Wird einerseits, wie man in Polen und teilweise auch in Ungarn sehen konnte, der Wechselkurs auf einem niedrigen Niveau festgesetzt, um die Leistungsbilanz zu stützen, so festigt sich die Monopolstellung der Staatsbetriebe, und Leistungsbilanzüberschüsse blähen – bei Fehlen von ausgleichenden Maßnahmen – die Geldmenge auf. Wird andererseits der Anfangskurs zu hoch angesetzt, wird es für die Währungsbehörden immer schwieriger, an einem nominalen Wechselkursanker festzuhalten, ohne die Außenwirtschaftsposition zu gefährden, während bei Anpassung des Kursniveaus der Reformplan an Überzeugungskraft verliert.

Drittens zeigen die Entwicklungen von 1990 im Rückblick deutlich, daß die Einführung nominaler Anker oder partieller Reformen in Volkswirtschaften, in denen grundlegende Probleme nicht behoben wurden, nur vorübergehend Erleichterung bringen. Jugoslawien zum Beispiel gelang anfänglich eine beeindruckende Rückführung der Inflationsrate und es vermochte auch die Wachstumsrate der Geldmengen- und Kreditaggregate zu senken. Das Reformpaket enthielt indes keine geeigneten Maßnahmen, um mit dem Problem unrentabler und hochverschuldeter Betriebe oder jenem des unterschwelligen Lohnkostendrucks fertigzuwerden. Als die Wirtschaftspolitik gelockert wurde, stiegen daher die Löhne stark beschleunigt an, und der vorgegebene Kreditplafond wurde, um wachsende Unternehmensverluste und zusätzliche Subventionen abzudecken, von den Regionalbehörden und den Zweigstellen der Nationalbank umgangen. Angesichts einer deutlichen Verschlechterung der Leistungsbilanz wurde

Schlüsselfunktion der Stabilisierungspolitik, aber ...

... Probleme bei der Kontrolle der Preisentwicklung und ...

... bei der Wahl eines angemessenen Wechselkurses

Nur vorübergehende Erleichterung, wenn grundlegende Probleme bleiben ...

Entwicklung der Spareinlagen der privaten Haushalte							
Land	1970	1975	1980	1985	1988	1989	1990 ¹
	Einlagen am Jahresende in Prozent der materiellen Nettoproduktion (BIP) zu jeweiligen Preisen						
Bulgarien	37,9	53,2	50,2	61,3	62,4	63,3	n.v.
DDR	42,9	47,6	51,5	51,5	56,5	58,5	n.v.
Jugoslawien	18,2	19,7	22,9	20,5	28,1	58,5	n.v.
Polen	15,3	22,4	25,1	19,9	15,3	8,2	n.v.
Rumänien	n.v.	11,1	16,3	17,5	21,8	25,4	30,3
Sowjetunion	16,1	25,1	34,0	38,2	47,1	50,0	54,3
Tschechoslowakei	20,4	28,7	32,3	39,9	43,8	45,0	n.v.
Ungarn ²	12,7	16,8	20,1	22,4	18,7	15,3	15,0

¹ Teilweise geschätzt. ² Ohne Einlagen in konvertibler Währung; Bruch in der Reihe nach 1987.
 Quellen: UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); UN, National Accounts; IMF, International Financial Statistics; Angaben der einzelnen Länder.

überdies der Dinar am Anfang dieses Jahres gegenüber der D-Mark zweimal um fast 30% abgewertet und den privaten Haushalten wie den Unternehmen der Zugriff auf ihre Deviseneinlagen verwehrt.

Schließlich haben offenbar in den Ländern, die im Reformprozeß weniger weit fortgeschritten sind, die getroffenen partiellen Maßnahmen den Inflationsdruck und die finanziellen Ungleichgewichte verstärkt, anstatt die reale Produktion anzuregen. Genauer gesagt: Da die Arbeitnehmer mehr Einfluß auf die unternehmerischen Entscheidungen gewannen, sind die Nominallöhne im Verhältnis zur Arbeitsproduktivität gestiegen, und der zunehmende Mangel an Verbrauchsgütern hat die Ersparnisse der privaten Haushalte relativ zur Nettoproduktion ansteigen lassen (s. die obenstehende Tabelle); eine teilweise Liberalisierung hat für die Unternehmen den Anreiz erhöht, Gewinne für eigene Zwecke einzubehalten; im Anschluß an Maßnahmen zur Dezentralisierung der Investitionsentscheidungen erhielten auch die Banken mehr Freiheit in ihrer Kreditgewährung an Unternehmen; am wichtigsten war jedoch, daß die Teilreformen mit wachsenden Staatsdefiziten einhergingen, die weitgehend von den Zentralbanken finanziert wurden. Dies tritt in der Sowjetunion besonders klar zutage (s. die umstehende Tabelle), wo die Haushaltsfinanzierung die wichtigste Ursache für das rasante Ansteigen des Verhältnisses der Geldmenge zum Bruttoinlandsprodukt ist. In der Tat wurde die Kreditvergabe an Unternehmen, die vor 1985 eine bedeutende Quelle der Geldschöpfung war, in den letzten Jahren offenbar durch andere Formen der Geldschöpfung verdrängt.

... oder nur
Teilreformen
vorgenommen
werden

Die Rolle des Finanzsystems im Reformprozeß

Im vergangenen Jahr hat eine intensive Debatte über die Notwendigkeit einer wirtschaftlichen Stabilisierung und über das Tempo sowie die zeitliche Abfolge des damit einhergehenden Reformprozesses stattgefunden. Die am dringendsten notwendigen Maßnahmen unterscheiden sich von Land zu Land je nach dem Grad der offenen und der zurückgestauten Inflation, der jeweiligen außenwirtschaftlichen Position und dem Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise. Ein

Einbeziehung des
Finanzsystems in
den Reform-
prozeß not-
wendig

Monetäre Entwicklung in der Sowjetunion						
Position	1980–85	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
	Veränderung in Prozent					
M ₁	6,8	7,6	15,7	15,4	14,3	13,4
M ₂	7,5	8,5	14,7	14,1	14,8	15,3
	Veränderung in Prozentpunkten ²					
gehalten von:						
privaten Haushalten	5,6	7,3	7,6	8,5	10,9	9,9
Unternehmen	1,9	1,2	7,1	5,6	3,9	5,4
„beruhend auf“:						
Kredit an Unternehmen	10,8	–18,4	–5,5	– 6,2	–2,8	–2,6
Kredit an den Staat	2,9	6,0	14,7	20,7	17,2	21,9
	Prozent					
Nachrichtlich:						
Staatsdefizit/BIP	0,4 ³	– 6,2	–8,8	–11,0	–9,5	–8,3
M ₂ /BIP	35,5 ⁴	51,2	56,9	61,2	65,5	72,0

¹ Vorläufig oder geschätzt. ² Beitrag zur Veränderung von M₂. ³ 1981–85. ⁴ 1980.
Quellen: IWF; Weltbank; OECD; EBWE: *A Study of the Soviet Economy*.

großer Teil der Diskussion dreht sich um die Privatisierung, und in der Tat ist sie eine wesentliche Komponente des Übergangs. Eine zentrale Rolle kommt jedoch auch der Reform des Bankensystems zu, bedenkt man das oben erörterte Problem geerbter finanzieller Ungleichgewichte und die Gefahr, daß ein Nicht-beseitigen dieser Ungleichgewichte die Stabilitätspolitik schwächen und sie auf Dauer untragbar machen wird. In der Tat wird ein stabiles Finanzsystem weitere Reformmaßnahmen nicht nur erleichtern, es könnte vielmehr eine Voraussetzung ihres Gelingens sein.

Die Entwicklung des Finanzsystems in Osteuropa. Im herkömmlichen Modell einer zentralen Planwirtschaft spielte Geld eine rein passive Rolle, und das Finanzsystem diente hauptsächlich dazu, Zahlungsströme zu überwachen und deren Übereinstimmung mit dem physischen Plan zu gewährleisten. Die entsprechende institutionelle Struktur war stark zentralisiert und bestand aus einer Staatsbank, die als Zentralbank und als Hauptgeschäftsbank diente, sowie einigen spezialisierten Banken, wie einer Außenhandelsbank, einer Investmentbank, einer oder mehreren Banken für bestimmte Sektoren und einer Sparkasse, die nur mit privaten Haushalten arbeitete und Wohnungsbaukredite zu sehr niedrigen Zinsen anbot.

Der erste Schritt zur Reformierung des Systems bestand in der Schaffung eines zweistufigen Bankensystems; die verschiedenen Funktionen der Staatsbank wurden aufgeteilt, indem einige Geschäftsbanken gegründet wurden, die die ausstehenden Kredite übernahmen und bestimmte Regionen oder Sektoren bedienten, während die Verantwortung für die Geldmengen- und Kreditsteuerung bei der Staatsbank verblieb. Jugoslawien führte schon 1965 ein zweistufiges System ein, während die meisten anderen Länder diesen ersten Schritt erst 1987–89 taten, Rumänien sogar erst letztes Jahr. Mehrere Länder haben eine dritte Stufe geschaffen, indem sie die Gründung „neuer“ Banken erlaubten (in

Finanzsysteme
in zentralen
Planwirtschaften

Erste Schritte
zur Reform des
Finanzsystems

einigen Fällen unter Einschluß von ausländischen Banken oder ausländischen Beteiligungen), die nicht mit dem notleidenden Kreditportefeuille der früheren Staatsbank belastet und deren Geschäfte nicht auf bestimmte Sektoren oder Regionen beschränkt sind. Ferner sind Wertpapiermärkte im Entstehen, die den privaten Haushalten eine breitere Palette von Sparinstrumenten anbieten und den Behörden alternative Instrumente zur Finanzierung der Haushaltsdefizite und Durchführung der Geldpolitik an die Hand geben. Ungarn ist hier am weitesten fortgeschritten. 1983 entstand ein Anleihemarkt, und seit Dezember 1988 beeinflußt die Nationalbank die kurzfristigen Zinssätze mittels regelmäßiger Schatzwechselauktionen. Marktfähige CD gibt es seit 1988, und im vergangenen Sommer wurde die Börse wieder eröffnet. Polen begann dieses Jahr mit dem Aktienhandel; Verkäufe von Schuldtiteln der Nationalbank wurden zur kurzfristigen Geldmengensteuerung eingeführt. In beiden Ländern machen jedoch Wertpapierbestände nur einen geringen Teil des Geldvermögens des Privatsektors aus, und Kreditplafonds in Kombination mit der Refinanzierung von Bankkrediten an Unternehmen sind die Hauptinstrumente der monetären Steuerung geblieben.

Verbleibende
Probleme
umfassen ...

Fragen der Finanzreform. Angesichts des jungen Datums der Änderungen im Bankensystem und des geringen Entwicklungsstands der Wertpapiermärkte haben die Finanzsysteme mit zahlreichen Problemen zu kämpfen. Die größte Gefahr droht der Stabilität des Systems wahrscheinlich von dem Portefeuille notleidender Unternehmenskredite der Geschäftsbanken. Gemäß einer amtlichen Erhebung waren Ende 1989 in Ungarn mindestens 28% – möglicherweise sogar bis zu 44% – der Inlandskredite unbediente Kredite an Unternehmen, wobei fast 30% dieser Kredite auf einen zahlenmäßig kleinen „harten Kern“ insolventer Unternehmen entfielen. Ähnliche Zahlen finden sich auch für Jugoslawien, das kürzlich eine Behörde zur Neuordnung der Banken schuf. Rumänien hingegen beschloß, drei Viertel der Unternehmensschulden gegen Staatseinlagen abzuschreiben. Angesichts des großen Bestands notleidender Kredite und der Gefahr, die davon für das gesamte Finanzsystem ausgeht, könnte es letzten Endes erforderlich sein, die Last zwischen den Banken und der öffentlichen Hand trotz der in den meisten Ländern schon hohen öffentlichen Verschuldung und der Notwendigkeit einer Begrenzung der Haushaltsdefizite zu verteilen.

... ausstehende
notleidende
Kredite ...

...niedrigverzin-
ste Wohnungs-
baukredite ...

Ein ähnliches Problem betrifft die Sparbanken, die fast den gesamten Bestand langfristiger Wohnungsbaukredite mit sehr niedriger fester Verzinsung halten. In jenen Ländern, in denen die nominalen und die realen Zinssätze angehoben wurden, sehen sich die Sparbanken den gleichen Problemen gegenüber wie die „Savings & Loan Associations“ in den USA in den frühen achtziger Jahren. Polen hat dieses Problem durch Neufassung alter Verträge und Anhebung der Hypothekensätze gelöst, während Ungarn einen speziellen Wohnungsbaufonds geschaffen hat, der den Banken diese Kredite abgenommen und sie durch Staats titel ersetzt hat. Trotzdem werden, wie in den meisten Ländern, die negative Marge gegenüber den Habenzinsen durch staatliche Subventionen abdecken, Transferzahlungen an einige Endverwender oder den Wohnungsbaufonds erforderlich sein.

... unfreiwillige
Ersparnisse ...

In mehreren Ländern haben sich in den letzten Jahren unfreiwillige Ersparnisse angesammelt mit der Gefahr, daß ein Nachfrageüberhang und ein

Teuerungsschub entsteht. Bis zu einem gewissen Grad kann dieser „monetäre Überhang“ als Gegenposten zu dem Bestand unrentabler Kredite und als Beweis für eine gravierende Fehlallokation von Kapital angesehen werden. Die Sowjetunion versuchte vor kurzem, den Überhang dadurch abzubauen, daß sie große Banknoten aus dem Verkehr zog. Eine andere Lösung besteht darin, den privaten Haushalten attraktivere, aber weniger liquide Finanzaktiva anzubieten – ein Weg, der mit zunehmender Bedeutung der Wertpapiermärkte und Fortschreiten der Privatisierungsprozesse eingeschlagen werden könnte.

Die oben erörterten „Bestandsgrößenprobleme“ lassen sich auf verschiedene Mängel des alten Systems zurückführen, insbesondere auf fehlende Sparanreize und die Praxis, Kredite zu gewähren, ohne der Rentabilität der zugrundeliegenden Investition genügend Beachtung zu schenken. Bedenkt man den großen Investitionsbedarf der meisten Länder, wird ein wichtiges Ziel der Finanzreform sein, Anreize zur Mobilisierung von Ersparnissen zu schaffen und diese in jene Bereiche zu lenken, die den höchsten Realertrag erbringen. Ungarn, Polen und Jugoslawien liberalisierten die Zinssätze im letzten Jahr, andere osteuropäische Länder unternahmen ähnliche Schritte in diesem Jahr. Da marktorientierte Instrumente fehlen, hat es sich allerdings als schwierig erwiesen, die Realzinsen positiv zu halten, insbesondere zu Zeiten rasch zunehmender Inflation. Wegen des langsamen Vorankommens bei der Neustrukturierung von Unternehmen und der Schwierigkeiten bei der Durchsetzung einer „strengen Haushaltsdisziplin“ kann man auf die Zinssätze als Instrument für eine effiziente Kreditallokation nicht setzen.

... fehlende Sparanreize und „Finanzdisziplin“ ...

Die Zinsreagibilität der Kreditnachfrage zu erhöhen, ist nicht das einzige Problem. Da die meisten Änderungen im Finanzbereich sehr jungen Datums sind, fehlt es im allgemeinen an effizientem Management und an Erfahrung bei der Bearbeitung und Beurteilung von Kreditanträgen. Nur wenigen Ländern ist es bisher gelungen, moderne Rechnungslegungsgrundsätze und bankaufsichtliche Standards zu beschließen und anzuwenden. Angesichts der Gefahren, die schon von wenigen Fehlschlägen auf das ganze System ausgehen, ist dies offensichtlich eine dringliche Aufgabe, weshalb inzwischen mit westlichen Zentralbanken zusammengearbeitet wird, um diese Probleme anzugehen.

... Kreditwürdigkeitsprüfung und Bankenaufsicht ...

Ein weiteres von der Vergangenheit geerbtes Problem ist die Segmentierung des Bankensystems und die damit verbundene geringe Risikostreuung. Trotz der Lockerung früherer Einschränkungen des Kreditgeschäfts sind die meisten Kredite der Geschäftsbanken der zweiten Stufe stark auf eine Region oder einen Sektor konzentriert. Hinzu kommt, daß die meisten Geschäftsbanken nun zwar um Einlagen konkurrieren können, der Großteil der privaten Einlagen jedoch bei den Sparbanken geblieben ist, so daß bei den Geschäftsbanken die Refinanzierung von Unternehmenskrediten durch die Zentralbank das wichtigste Mittelaufkommen ist.

... Marktsegmentierung...

Selbst in jenen Ländern, die am weitesten im Reformprozeß stehen, weist das Finanzsystem eine starke Konzentration auf und krankt an fehlender Konkurrenz. Dieses Problem hängt teilweise mit jenem der Segmentierung zusammen und teilweise mit der Art und Weise, wie die Banken der zweiten Stufe geschaffen wurden; der Mangel an Wettbewerb zeigt sich in ungewöhnlich großen Zinsmargen. Die Eigenkapitalrendite ist sehr hoch, verglichen mit jener der

... Mangel an Wettbewerb ...

Banken in den Industrieländern; bis zu einem gewissen Grad spiegeln sich darin allerdings die schmale Eigenkapitalbasis und fragwürdige Rechnungslegungspraktiken.

... und
problematische
Eigentums-
verhältnisse

Die derzeitige Eigentümerstruktur der Banken ist problematisch. In mehreren Ländern, am offenkundigsten in Jugoslawien, halten nicht zum Finanzbereich gehörende Unternehmen einen großen Teil des Aktienkapitals der Banken, wodurch das Risiko der „Insider-Kreditvergabe“ sehr hoch ist. In einem Fall liegt das Aktienkapital größtenteils in den Händen der Zentralbank, was mit ihrer Verantwortung für die Refinanzierung und Regulierung im Widerspruch stehen kann. In anderen Ländern ist der Staat der Hauptaktionär mit der Gefahr übermäßiger Kreditvergabe für staatliche Prioritätsprojekte. Die meisten Banken sind überdies unterkapitalisiert. Bulgarien, Ungarn, Polen und Jugoslawien haben Mindestquoten für das Eigenkapital eingeführt (oder vorgeschlagen), aber viele Banken erreichen den Standard nicht und benötigen zusätzliches Kapital.

Unzureichende
geldpolitische
Steuerung
wegen ...

Das letzte und vermutlich wesentlichste Problem betrifft die Fähigkeit der Zentralbank, das Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate wirksam zu steuern. Wie bereits erörtert, ist eine Hauptquelle der übermäßigen Geldmengenexpansion die Finanzierung der Haushaltsdefizite durch die Zentralbank. Eine wesentliche Voraussetzung ist daher, daß die Zentralbanken von der Pflicht befreit werden, Haushaltsungleichgewichte zu finanzieren. Polen ist diesbezüglich am weitesten gegangen: Der Nationalbank ist es gesetzlich verboten, staatliche Haushaltsdefizite und die Verluste staatlicher Unternehmen zu finanzieren. In der Sowjetunion dagegen verfügt die Staatsbank über sehr wenig Autonomie. Im übrigen wird die Arbeit der Zentralbanken durch das embryonale Stadium der Finanzmärkte und den fragilen Zustand der Geschäftsbanken erschwert.

... öffentlicher
Defizite ...

... informeller
Kreditmärkte ...

Ein weiterer Aspekt der geldpolitischen Steuerung gilt dem informellen Kreditmarkt. In einigen Ländern machen zwischenbetriebliche Kredite ein Drittel bis die Hälfte des gesamten Kreditvolumens aus, und die Zunahme dieser Kredite hat oft Versuche, die Geldpolitik restriktiver zu gestalten, zunichte gemacht. Polen hatte im vergangenen Jahr bei der Rückführung der zwischenbetrieblichen Kredite Erfolg, während sie in Ungarn und der Tschechoslowakei weiter zugenommen haben, in letzterem Land besonders nach der Preisreform Anfang dieses Jahres. Die Lösung des Problems wird zum Teil davon abhängen, ob es gelingt, ein effizienteres Zahlungssystem ergänzt durch eine strengere Aufsicht zu entwickeln. Da jedoch zwischenbetriebliche Kredite oft unfreiwillig gewährt werden und mit Zahlungsrückständen zusammenhängen, wird es auch auf die Schaffung eines eindeutig geregelten Konkursverfahrens ankommen.

... und fehlender
Rechenschafts-
pflicht

Dreh- und Angelpunkt einer effizienten Kontrolle über die Geldmenge ist jedoch ein Geschäftsbankensystem, das Kredite nur an rechenschaftspflichtige Wirtschaftsteilnehmer vergibt. Die Erfahrungen der Vergangenheit haben deutlich gezeigt, daß ein Mangel an wirtschaftlicher Verantwortlichkeit eine schwerwiegende Fehlallokation von Krediten und Sachkapital zur Folge hat und letztendlich zu geringerem realen Wachstum und zu zunehmenden finanziellen Ungleichgewichten führt. Gleichzeitig könnte sich jedoch ein höheres Maß an finanzieller Disziplin als der am schwierigsten zu verwirklichende Teil der Finanzreform herausstellen, da er nur im Gleichschritt mit der Umwandlung und Privatisierung des Unternehmenssektors in Angriff genommen werden kann.

IV. Internationaler Handels- und Kapitalverkehr

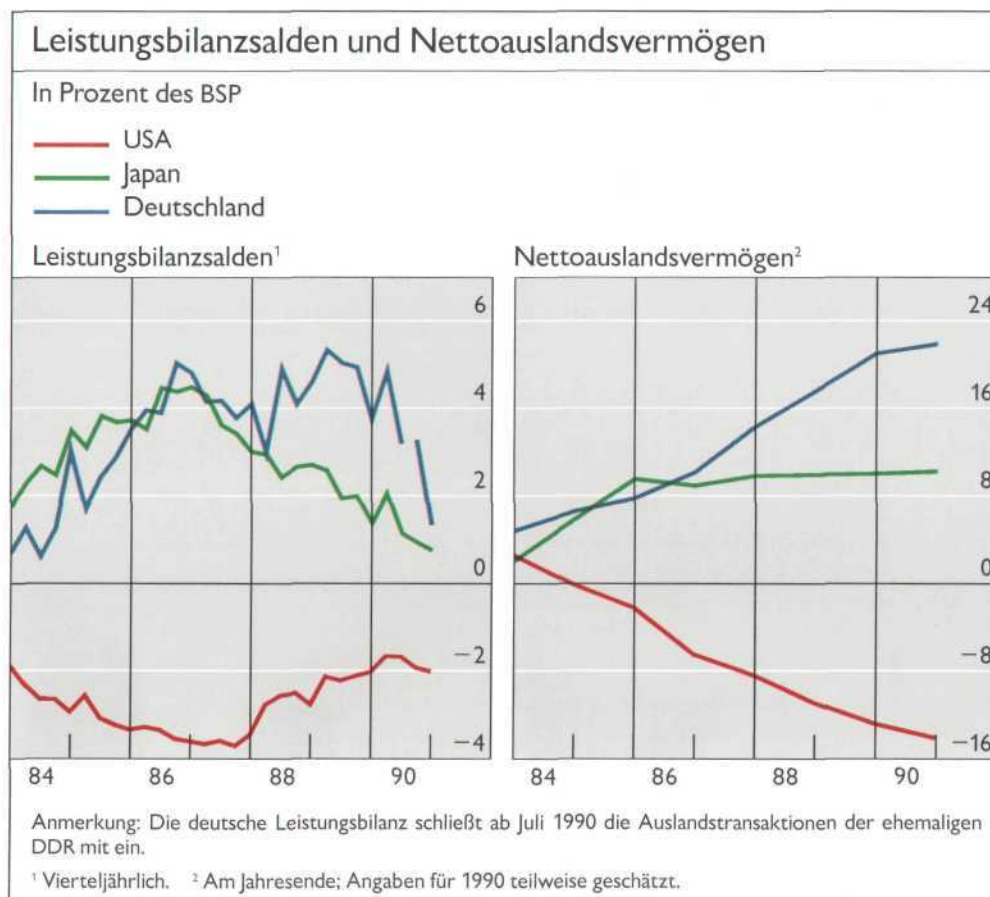
Schwerpunkte

Der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß wurde im letzten Jahr durch einen zunehmend entgegengesetzten Konjunkturverlauf in den größeren Volkswirtschaften sehr gefördert. Das zeitliche Zusammentreffen eines anhaltenden Aufschwungs in Japan und eines durch die Vereinigung verstärkten Booms in Deutschland mit einer Rezession sowohl in den USA als auch in Großbritannien trug sehr dazu bei, die größten Ungleichgewichte zwischen den Industriestaaten zu verringern. Am Ende des Jahres waren die Leistungsbilanzüberschüsse von Deutschland und Japan jeweils bis auf etwa 1% des Bruttosozialprodukts gesunken, verglichen mit Spitzenwerten von rund 4–5%. Während einerseits die Daten für das erste Quartal 1991 zeigen, daß der deutsche Überschuß abgebaut worden ist, gibt es andererseits Anzeichen dafür, daß Japans Überschuß sich wieder auszuweiten beginnt. Das Defizit der USA ging weiterhin leicht – auf 1,8% des Bruttosozialprodukts – zurück, da die Exporte sich erneut stark erhöhten und die Rezession die Zunahme der Warenimporte niedrig hielt. Auch hat sich die Kapitalertragsbilanz der USA vor allem aufgrund deutlich niedrigerer Erträge der in den Vereinigten Staaten tätigen Auslandsunternehmen stark verbessert. Ähnliche Faktoren verringerten das Defizit Großbritanniens um über 1% des Bruttosozialprodukts.

In der übrigen industrialisierten Welt gab es jedoch weniger Anpassungsfortschritte. Insbesondere sah sich eine Anzahl europäischer Länder großen und wachsenden Defiziten gegenüber. Die Bindung einiger Länder an den Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems und nominale Wechselkursziele in anderen Staaten haben in den letzten Jahren die Stabilität der nominalen Wechselkurse in Europa zweifellos erhöht. Da die Inflationsraten jedoch nicht vollständig konvergierten, sind bestimmte reale Wechselkurse deutlich auseinandergeklaffen. Im letzten Jahr gab es einige Hinweise darauf, daß größere Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit begonnen haben, das außenwirtschaftliche Gleichgewicht in einer Reihe europäischer Länder zu unterminieren.

Die Tendenz, daß Hochzins-Hochinflationen-Länder private Kapitalzuflüsse anziehen konnten, die die (oft großen) Leistungsbilanzdefizite mehr als ausglich, konnte im letzten Jahr erneut beobachtet werden. Dennoch nahmen die gesamten Portfolioströme zum ersten Mal seit 1985 stark ab, da die Attraktivität des US-Marktes verblaßte und die japanischen Finanzinstitute offensichtlich immer weniger geneigt waren, im Ausland zu investieren.

Die größte Sorge bereiteten jedoch die wachsenden Schwierigkeiten osteuropäischer Länder, Auslandskapital aus privaten Quellen anzuziehen. Da die Sowjetunion immer tiefer in eine wirtschaftliche und politische Krise geriet, zeigten sich die Banken äußerst zurückhaltend, zusätzliche Kredite ohne Garan-



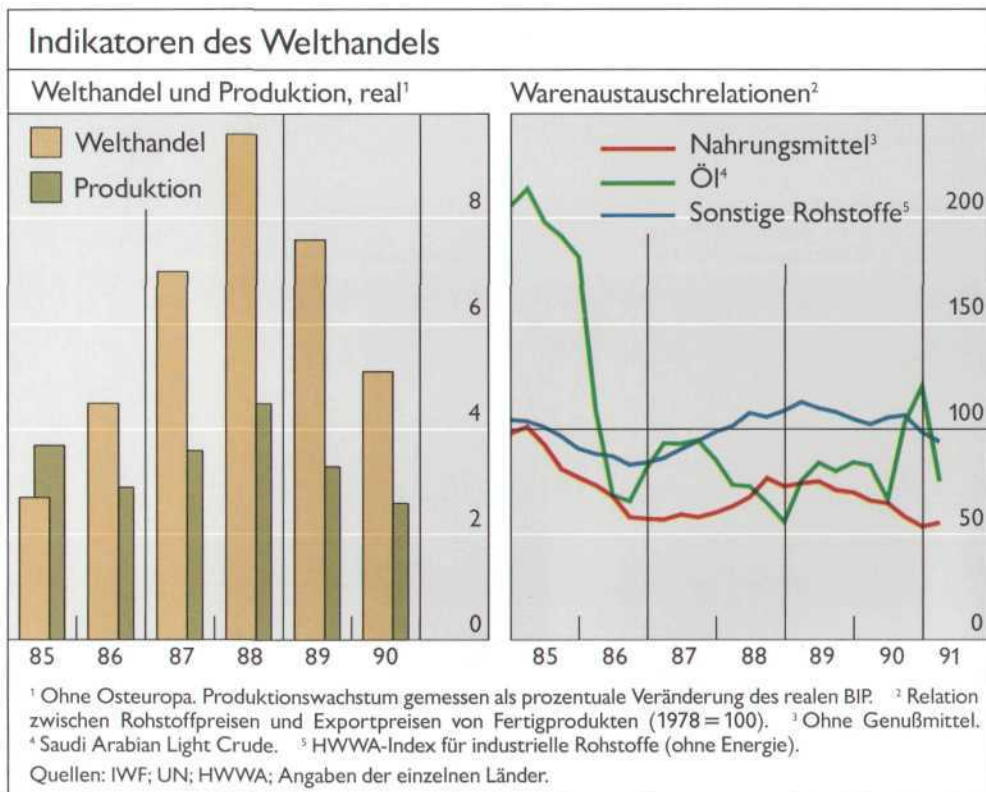
ten westlicher Regierungen zu gewähren. Als Bulgarien zu Beginn des Jahres die Bedienung seiner Auslandsschulden einstellte, weitete sich die Abneigung der Banken gegen eine Kreditgewährung auf fast ganz Osteuropa aus. Das alte Handelssystem des RGW begann zu zerfallen. Dadurch wurden die osteuropäischen Länder ihrer scheinbar sicheren Märkte in der Sowjetunion beraubt und waren gezwungen, wesentlich mehr für Ölimporte aus der Sowjetunion zu bezahlen.

Der kurze, wenn auch heftige Ausschlag der Weltölpreise während der Golfkrise bescherte der Sowjetunion und anderen ölexportierenden Staaten vorübergehend höhere Exporteinnahmen, aber der Preisanstieg währte zu kurz, um einen dauerhaften Effekt auf die internationalen Finanzströme zu haben. Es gab jedoch Anzeichen, daß einige Entwicklungsländer (einschließlich einiger lateinamerikanischer Ölexporteure), die einen wirtschaftspolitischen Reformkurs eingeschlagen hatten, es zunehmend leichter fanden, privates Auslandskapital anzuziehen. Höhere Direktinvestitionen, ein größeres Auslandsinteresse an Beteiligungen im Inland, neue internationale Anleiheemissionen und Bankkredite – sie alle spielten eine Rolle.

Welthandel

Importwachstum
fast überall
rückläufig

Eine schwächere Wirtschaftstätigkeit in den meisten Industrieländern und das Einsetzen einer Rezession in einigen von ihnen reduzierte im letzten Jahr zunehmend das Importwachstum der industrialisierten Länder. Die wichtigste Ausnahme dieses Trends bildete Deutschland, dessen Importvolumen sich zwi-



schen dem vierten Quartal 1989 und dem vierten Quartal 1990 um rund 15% ausweitete. Das Importwachstum in den anderen Industrieländern ging im gleichen Zeitraum auf rund 1% zurück. Insgesamt betrachtet stiegen die Importe der Industriestaaten – einschließlich Deutschlands – 1990 real um fast 6%. Unter den Entwicklungsländern waren die ölexportierenden Staaten (ohne Kuwait und Irak) in der Lage, ihre Importe stärker zu erhöhen als im vorangegangenen Jahr (s. Kapitel III). Das durchschnittliche Importvolumen der jungen Industrieländer Asiens wuchs bis zur Jahresmitte 1990 ebenfalls kräftig, schien aber dann einen Sattelpunkt erreicht zu haben. Auch andernorts hat sich die Zunahme der Importe stark verlangsamt. Ohne den RGW-Handel gerechnet bildete sich das Wachstum des Welthandels von 7% im Jahr 1989 auf 5% im letzten Jahr zurück. Der RGW-Handel dürfte um rund 15% gesunken sein, da besondere bilaterale Handelsvereinbarungen zwischen der Sowjetunion und ihren osteuropäischen Handelspartnern ihre Wirksamkeit zu verlieren begannen.

Die Terms of trade zwischen den Industrie- und Entwicklungsländern waren zwei entgegengesetzt wirkenden Kräften ausgesetzt. Wie im Kapitel III ausführlicher diskutiert wird, sind die Dollarpreise der vier wichtigsten Rohstoffwarengruppen (ohne Öl) trotz der Abwertung des Dollars alle gesunken; da die Exportpreise für Fertigprodukte deutlich anstiegen, verschlechterten sich die Terms of trade für Rohstoffe. Andererseits stieg der Ölpreis 1990 real um rund 17–18%. Zur gleichen Zeit erhöhte sich seine Volatilität gewaltig, da die Ölmärkte sowohl mit größeren mittelfristigen Veränderungen der Ölnachfrage als auch mit dem Krieg im Nahen Osten konfrontiert wurden.

Rückgang
der meisten
Rohstoffpreise
(ohne Öl)

Abhängigkeit
von der OPEC
wieder stärker

Ein grundlegender Trend von einiger Bedeutung ist die wieder gewachsene Abhängigkeit der Industrieländer vom Öl der OPEC. Alle Industriestaaten bis auf drei sind netto Ölimporteure; mit 22,6 Mio. Barrel pro Tag importierte diese Gruppe im letzten Jahr ein Viertel mehr als 1985 und nicht viel weniger als während des ersten Ölpreisschocks (s. die folgende Tabelle). Der größere Teil dieses Anstiegs ist auf eine kräftige Zunahme der Importe der USA zurückzuführen. Ein Grund dafür ist, daß die seit Mitte der achtziger Jahre herrschenden niedrigeren Ölpreise die vergleichsweise teure Ölförderung in den Vereinigten Staaten dämpfte: Von 1985 bis 1990 sank die Ölproduktion der USA um rund 15%. Zweitens ist der Ölverbrauch pro Produktionseinheit in den Vereinigten Staaten weniger gefallen als in anderen Industrieländern. Folglich war das Volumen der Nettoölimporte der USA 1990 um ungefähr 60% größer als im Jahr 1985. Darüber hinaus hat sich die Nachfrage der Entwicklungsländer in den vergangenen Jahren kräftig erhöht, insbesondere in den jungen Industrieländern Asiens. Da die Nettoexporte der ölproduzierenden Industrieländer (Kanada, Norwegen und Großbritannien) per saldo relativ stabil geblieben und die Exporte der Sowjetunion gefallen sind, ist der Löwenanteil dieser zusätzlichen Nachfrage von den OPEC-Mitgliedern gedeckt worden.

Welthandel mit Öl ¹						
Land/Ländergruppe	1973/74	1979/80	1985	1988	1989	1990
	Millionen Barrel pro Tag					
Industrieländer	26,0	25,1	15,9	19,1	20,4	20,7
Importländer	23,9	25,0	17,8	21,2	22,1	22,6
<i>davon:</i>						
USA	6,1	7,3	4,4	6,6	7,1	7,1
Japan	5,2	5,1	4,1	4,5	4,8	5,0
Westeuropa	11,7	11,6	8,9	9,5	9,6	9,8
Exportländer	2,1	0,1	– 1,9	– 2,1	– 1,7	– 1,9
Kanada	– 0,2	0,1	– 0,3	– 0,4	– 0,2	– 0,3
Norwegen	0,1	– 0,2	– 0,6	– 0,9	– 1,3	– 1,4
Großbritannien	2,2	0,2	– 1,0	– 0,7	– 0,2	– 0,2
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	2,7	2,5	0,2	0,7	1,0	1,1
<i>darunter:</i>						
junge Industrieländer						
Asiens und andere ²	1,1	1,7	1,5	2,2	2,3	2,5
Ehemalige Zentralver- waltungswirtschaften	– 0,5	– 1,2	– 1,9	– 2,2	– 1,9	– 1,7
OPEC ³	–29,4	–26,8	–13,8	–17,7	–19,4	–20,6

Anmerkung: Angaben in Tonnen für Rohöl bzw. für Erdölderivate wurden mit dem Faktor 7,1 bzw. 8,1 in Barrel umgerechnet. Da dies nur eine Näherung ist, ergibt die Addition über einzelne Länder nicht unbedingt den Wert für die Ländergruppe.

¹ Nettoimporte (– = Nettoexporte). ² Einschl. der Philippinen und Thailand. ³ Zuzüglich Oman und Bahrain.

Quellen: Internationale Energieagentur; Vereinte Nationen; Angaben der einzelnen Länder; Angaben der Ölindustrie.

Dennoch lag die Produktion der OPEC am Ende der achtziger Jahre noch unter ihrer Kapazität. Eine Einigung auf Fördergrenzen erwies sich als schwierig, da die Preise zwar anstiegen, aber noch vergleichsweise niedrig waren und einige Mitglieder einen großen Devisenbedarf hatten. Die Produktion der OPEC weitete sich daher 1989 kräftig aus; gleichwohl erhöhte sich der Ölpreis weiter: Im Dezember 1989 hatte der Durchschnittspreis für importiertes Öl fast \$ 19 pro Barrel erreicht, verglichen mit rund \$ 15 ein Jahr zuvor.

Höhere
Ölförderung ...

Aber weitere Angebotszuwächse – insbesondere des Nahen Ostens – begannen im Frühjahr 1990 die Preise heftig zu drücken. Im Juni waren die Preise auf durchschnittlich weniger als \$ 15 pro Barrel gesunken. Jedoch führten Spekulationen, daß eine neue OPEC-Vereinbarung das Angebot verknappen würde, bereits vor der irakischen Invasion Kuwaits vom 2. August zu einer spürbaren Erholung der Preise. Die schnelle Verhängung eines Embargos durch die Vereinten Nationen gegen den vom Irak kontrollierten Handel schloß zwei größere Exporteure wirkungsvoll vom Weltölmarkt aus, die unmittelbar vor der Invasion mehr als ein Viertel der gesamten Fördermenge des Nahen Ostens produziert hatten. Der Ölpreis zog stark an. Obwohl eine zunehmende Produktion andernorts sehr schnell einen großen Teil der ausgefallenen irakischen und kuwaitischen Förderung ersetzte, führte die Gefahr, daß ein drohender Krieg die Förderung in Saudi-Arabien und benachbarten Staaten unterbrechen könnte, zu einem starken Aufwärtsdruck auf die Ölpreise am Spotmarkt.

... drückt letztlich den Ölpreis

Golfkrise
treibt Preise
in die Höhe ...

Völlig anders als beim Ölpreisschock Ende der siebziger Jahre – als die Ölpreise sich über mehrere Monate erhöhten, bis sie ein offensichtlich aufrechterhaltendes Niveau erreichten – wurde weithin erwartet, daß der Ölpreisanstieg des letzten Jahres sich recht schnell wieder zurückbilden werde. In der Tat, als die Weltölproduktion ihr vor der Invasion erreichtes Niveau übertraf und die Vorräte ihren höchsten Stand seit 1981 erreichten, gaben die Preise zum Jahresende merklich nach. Der eigentliche Krieg zu Jahresbeginn 1991 war letztendlich kurz und richtete nur geringe Schäden an den Ölförderanlagen außerhalb des Iraks und Kuwaits an. Die Ölpreise fielen daher weiter und erreichten im Frühjahr 1991 ihr Niveau vor der Invasion.

... aber nur
vorübergehend

Die Uruguay-Runde

Die Uruguay-Runde der GATT-Verhandlungen, die im September 1986 begonnen hatte, wurde im Dezember 1990, dem ursprünglich geplanten Datum ihres Abschlusses, ohne Einigung vertagt. Von Anfang an war ihr Aufgabenbereich besonders weit gefaßt worden. Während frühere Runden bestrebt waren, den Handel auf seit langem abgesteckten Feldern zu liberalisieren, behandelte die jüngste Runde äußerst umstrittene Gebiete, die zuvor ausgeklammert worden waren: Landwirtschaft, Dienstleistungen, Schutz geistigen Eigentums und ausländische Direktinvestitionen. Die Zielvorgaben der Runde umfaßten auch die Ausarbeitung genauerer Regeln für die „Grauzone“ der zunehmend angewandten nichttarifären Beschränkungen wie Ausgleichs- und Anti-Dumping-Zölle als auch der „freiwilligen“ Exportbeschränkungen.

GATT-
Verhandlungen
unterbrochen

Einige Erfolge ...

Das Nichteinhalten des ursprünglichen Zeitplans schließt jedoch nicht notwendigerweise die Erreichung wenigstens einiger der Ziele der Uruguay-Runde

... aber viele
Schranken
bleiben bestehen

Scheitern
wäre gefährlich

aus. Einige Fortschritte sind bereits gemacht worden. Zum einen wurden die Schlichtungsverfahren erweitert und wirkungsvoller gestaltet. Darüber hinaus ist die GATT-Überwachung der nationalen Handelspolitik durch den neuen Trade Policy Review Mechanism verstärkt worden, mittels dessen die Handelspraktiken der Mitgliedsländer einer genauen multilateralen Überprüfung unterzogen werden. Während eine Reihe von Entwicklungsländern größere Schritte zu einer weitergehenden Handelsliberalisierung unternommen hat, blieben hingegen die meisten der von Industriestaaten errichteten nichttarifären Barrieren erhalten. Viele dieser angeblich „vorübergehenden“ Maßnahmen haben keinen automatischen Auslauftermin und sind meist bilateral, diskriminieren damit nicht nur unter den ausländischen Anbietern, sondern begünstigen auch bilaterale Absprachen zur Schwächung des multilateralen Handelssystems. Entwicklungsländer sind von solchen Maßnahmen besonders hart betroffen. Statistiken der UNCTAD weisen nach, daß 1990 ein Viertel der Fertigwarenimporte der Industrieländer aus Entwicklungsländern einer Vielzahl von nichttarifären Beschränkungen unterlag, verglichen mit nur 15% für die untereinander abgewickelten Importe. Der Trend zum administrierten Handel seitens der Industrieländer kann kaum als akzeptabel betrachtet werden, nun da viele Entwicklungsländer ebenso wie die entstehenden Marktwirtschaften in Osteuropa sich selbst zu offenen und integrierten Handelssystemen verpflichtet haben, um strukturelle Anpassungsprozesse zu unterstützen und die ökonomische Effizienz zu fördern – oft auf Geheiß ihrer Kreditgeber aus den Industrieländern.

Eine Beendigung dieser Verhandlungsrunde, ohne daß es gelänge, den Wirkungskreis des GATT zu erweitern oder sich mit den neuen Handelsbarrieren zu befassen, würde das internationale Handelssystem nicht gleich unterminieren. Wenn aber eine wirkungsvolle multilaterale Vereinbarung nicht erreicht wird, könnten die Handelsblöcke, die in den zurückliegenden Jahren immer bedeutender geworden sind, versucht sein, die Dinge selbst in die Hand zu nehmen, und damit den Welthandel ernsthaften protektionistischen Gefährdungen aussetzen.

Abnehmende Ungleichgewichte der USA und Japans

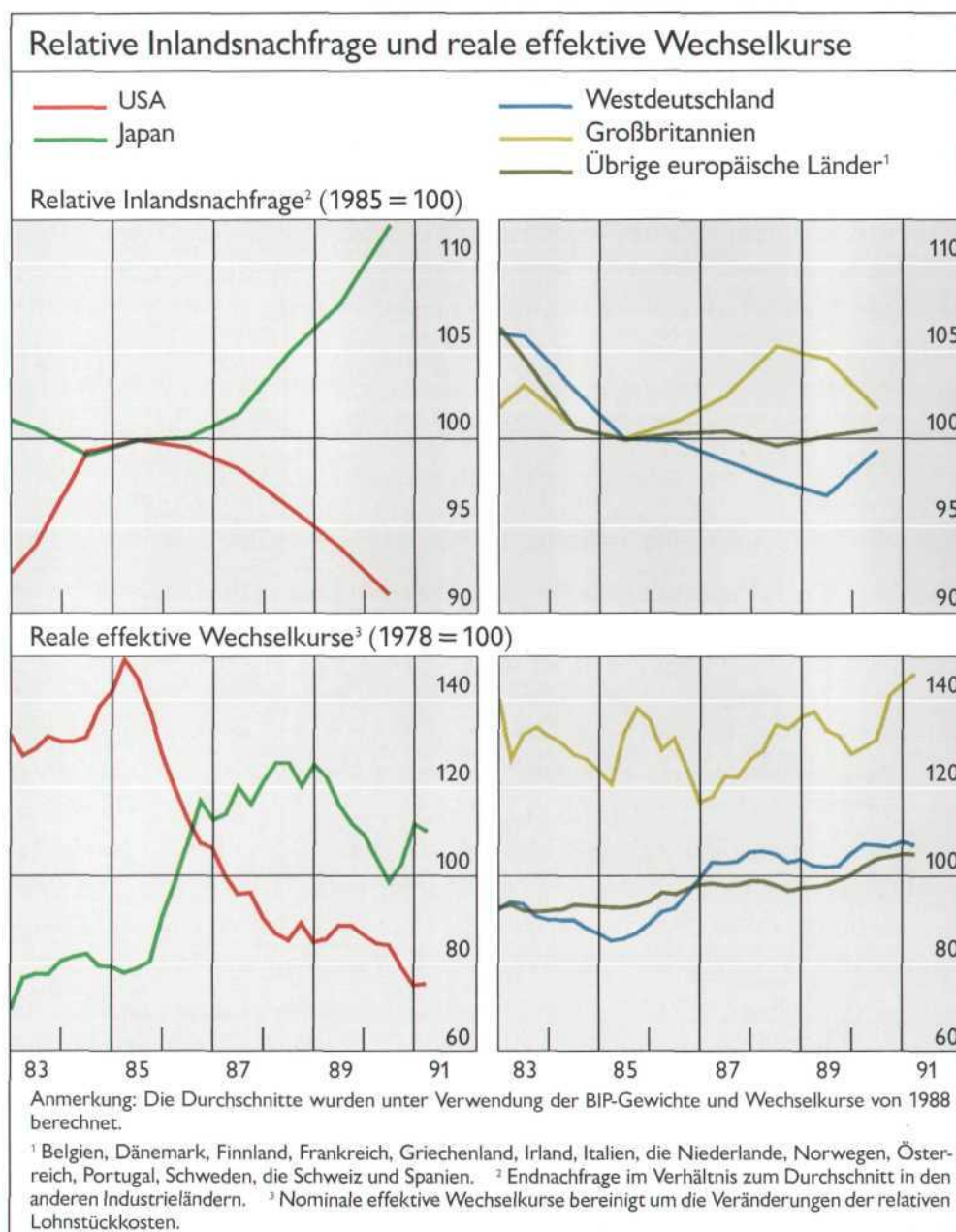
Auseinander-
laufende
Konjunktur-
entwicklung
fördert
Anpassung ...

... so auch
die Dollar-
abwertung ...

... bei
anhaltender
Yen-Schwäche

Drei Faktoren prägten im Jahr 1990 die Leistungsbilanzen der zwei größten Volkswirtschaften. Erstens haben Wachstumsdifferenzen zwischen der Inlandsnachfrage die Expansion sowohl der Exporte der USA als auch der japanischen Importe weiter gefördert; tatsächlich hat sich das Nachfragegefälle 1990 weiter vergrößert, wobei die Vereinigten Staaten sich seit Ende des Jahres in der Rezession befanden und das Wachstum in Japan gehalten wurde (s. die umstehende Grafik). Zweitens war die Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit der USA in der ersten Hälfte des Jahres 1989 nur begrenzt und von kurzer Dauer. Der reale effektive Wechselkurs des Dollars begann gegen Ende 1989 wieder zu sinken und war Ende 1990 auf die Hälfte seines Spitzenwerts vom Frühjahr 1985 zurückgefallen. Dagegen bewegte sich der Wechselkurs des Yen vor allem aufgrund starker Rückgänge gegenüber europäischen Währungen bis zur Jahresmitte 1990 in eine Richtung, die der außenwirtschaftlichen Anpassung zuwiderlief. Anschließend erholte sich der Yen, aber sein realer effektiver Wechselkurs beendete das Jahr noch deutlich unterhalb des zuvor erreichten Niveaus.

Schließlich führten, anders als in vorangegangenen Jahren (und auch entgegengesetzt zu den zugrundeliegenden mittelfristigen Veränderungen der Nettoauslandsvermögenspositionen), Veränderungen der Nettokapitalerträge im letzten Jahr zu einer weiteren Abnahme der Ungleichgewichte. Während dies teilweise darauf zurückzuführen war, daß die Zinssätze auf in Dollar denominierte Finanzaktiva im Vergleich zu den Erträgen der meisten nicht auf Dollar lautenden Papiere fielen, lag die Hauptursache doch in rückläufigen Kapitalerträgen aus ausländischen Direktinvestitionen – sowohl aus Auslandsinvestitionen in den USA als auch aus japanischen Investitionen im Ausland. Jedoch ist zu bedenken, daß Ertragsschätzungen für Direktinvestitionen zu den am wenigsten verlässlichen Statistiken der Leistungsbilanz zählen, da die nationalen Datenerfassungsmethoden, die Buchhaltungs- und Bilanzierungsrichtlinien sich alle deutlich voneinander unterscheiden. Ein Hinweis auf die Größenordnung dieses Problems ist



die Diskrepanz zwischen den gemeldeten Einnahmen und den Zahlungen von Kapitalerträgen aus Direktinvestitionen. 1989 (dem letzten Jahr, für das weltweite Angaben verfügbar sind) machten die gesamten Erträge auf Direktinvestitionen \$ 107 Mrd. aus, während sich die Zahlungen auf \$ 79 Mrd. beliefen, was eine Diskrepanz von rund \$ 28 Mrd. ergibt.

USA

Das Leistungsbilanzdefizit der USA verringerte sich im letzten Jahr um fast \$ 11 Mrd. Ein Großteil dieses Rückgangs ist auf eine Verbesserung der Nettokapitalerträge um \$ 8½ Mrd. zurückzuführen. Das Handelsbilanzdefizit nahm nur um \$ 6 Mrd. ab. Infolge der Golfkrise sind jedoch die Nettoübertragungen an das Ausland spürbar gestiegen. Da die meisten der den USA im Golfkrieg im Inland wie auch im Ausland entstandenen Kosten von anderen Ländern gedeckt werden sollen, werden die Vereinigten Staaten während des ersten Halbjahrs 1991 voraussichtlich der Nutznießer umfangreicher Transferzahlungen aus dem Ausland sein, was eine trügerisch günstige Leistungsbilanzposition zur Folge haben wird.

Starke reale
Anpassung
in den USA ...

Das Handelsbilanzdefizit bildete sich trotz einer vor allem aufgrund höherer Ölpreise um \$ 11 Mrd. gestiegenen Ölimportrechnung weiter zurück. Das ohne Öl gerechnete Handelsbilanzdefizit (sowohl nominal als auch zu konstanten Preisen) verringerte sich im letzten Jahr um rund \$ 17 Mrd., da das Exportvolumen sich weiterhin schneller ausweitete als das Importvolumen und die Terms of trade (ohne Öl) sich kaum veränderten.

... bei steigenden
Exporten ...

Das Exportvolumen (ohne landwirtschaftliche Produkte) nahm 1990 um 10% zu, wobei es das ganze Jahr hindurch recht stetig stieg. Wenn auch der

Die Leistungsbilanz der USA						
Position	1986	1987	1988	1989	1990	
					Jahr	viertes Quartal ¹
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	-145,4	-162,3	-128,9	-110,0	- 99,3	-111,0
Handelsbilanz	-145,1	-159,5	-127,0	-114,9	-108,7	-115,4
Nettokapitalerträge	11,0	5,3	1,6	- 0,9	7,5	17,1
Sonstige Dienstleistungen	4,7	6,5	11,5	20,5	22,9	23,8
Übertragungen	- 16,0	- 14,6	- 15,0	- 14,7	- 21,1	- 36,4
Nachrichtlich:						
Ölimporte	34,4	42,9	39,6	50,9	62,1	74,8
Handelsbilanz (ohne Öl) ²	- 95,5	- 79,5	- 36,9	- 19,5	- 2,7	3,8
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	6,2	16,2	22,4	11,4	8,8	8,4 ³
Einfuhrvolumen	12,4	6,5	6,7	6,1	3,7	- 0,7 ³
Terms of trade	3,0	- 6,1	2,4	- 1,8	- 1,8	- 8,0 ³

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet, saisonbereinigt. ² Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1982. ³ Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1989.

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet, saisonbereinigt. ² Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1982. ³ Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1989.

Anstieg niedriger war als 1989, so übertraf er doch das Wachstum der (insbesondere durch die Rezession in Kanada) geschwächten Exportmärkte der USA. Die Durchdringung ausländischer Märkte durch die USA erhöhte sich somit 1990 erneut. Die Exporte von Fertigprodukten entwickelten sich besonders kräftig. Die Ausfuhr landwirtschaftlicher Produkte sank jedoch, da Preisrückgänge den geringen Mengenzuwachs überwogen.

Die Jahreszuwachsrate des Importvolumens (ohne Öl) sank von rund 6% im ersten Quartal auf gerade noch 2% im letzten Quartal des Jahres. Die Investitionsgüterimporte (die in den vorangegangenen drei Jahren mit einer Jahresdurchschnittsrate von 16% zugenommen hatten) weiteten sich 1990, da die Ausgaben für Anlageinvestitionen stagnierten, nominal um weniger als 4% aus. Ähnlich hat die Ausgabenschwäche der privaten Haushalte die Konsumgüterimporte gedrückt, die wertmäßig um etwas über 3% stiegen, verglichen mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 9% im Zeitraum 1987–89.

Die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der USA hat darüber hinaus die Dienstleistungsexporte stimuliert: Der Überschuß bei den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen (ohne Transferzahlungen des Militärs und der Regierung) stieg von \$ 4 Mrd. im Jahr 1985 auf \$ 28 Mrd. im Jahr 1989 und fast \$ 31 Mrd. im letzten Jahr. Besonders kräftig haben in diesem Zeitraum die Einnahmen aus dem Reiseverkehr zugenommen.

Die Kapitalertragsbilanz, die 1989 ein kleines Defizit aufgewiesen hatte, registrierte im letzten Jahr einen Überschuß von \$ 7,5 Mrd. Dies war fast ausschließlich die Folge eines Rückgangs der Ertragszahlungen auf Direktinvestitionen in den USA um fast \$ 10 Mrd. Diese enorme Abnahme dürfte zum großen Teil zyklisch bedingt gewesen sein. Der starke Rückgang der Kapitalertragszahlungen, der eine verringerte Rentabilität und größere Kapitalverluste widerspiegelt, war am stärksten im nichtverarbeitenden Sektor ausgeprägt, auf den etwa die Hälfte aller Direktinvestitionen des Auslands entfallen.

Die Schwäche der Erträge aus Direktinvestitionen scheint auch auf eher strukturelle Faktoren zurückzuführen zu sein. Zu Beginn der achtziger Jahre lag die Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA bei 12,5%; 1989 war diese auf 3,8% gesunken. Unter den größeren Investoren haben die japanischen ständig die niedrigsten Erträge erzielt. Letztes Jahr drückte die Rezession den Durchschnittsertrag aller ausländischen Direktinvestitionen in den USA auf 1%. Die Konsequenz ist, daß, obwohl sich der Umfang der Direktinvestitionen in den USA im letzten Jahrzehnt um fast \$ 350 Mrd. erhöhte, im letzten Jahr die Ertragszahlungen auf Direktinvestitionen tatsächlich niedriger lagen als in jedem Jahr seit 1982. Dies ist ein wichtiger Faktor für die Eindämmung der Ungleichgewichte der USA gewesen, aber, abgesehen von zyklischen Einflüssen, sind die grundlegenden Ursachen alles andere als eindeutig. Eine häufig vorgebrachte Erklärung ist, daß neue Investitionen zwangsläufig Zeit brauchen, bis sie Gewinne erzielen, so daß der große Anteil von ausländischen Direktinvestitionen jüngerem Datums die niedrige durchschnittliche Ertragsrate erklären dürfte. Es ist auch möglich, daß Ausländer schlichtweg unklug investiert haben oder sich gezwungen fühlten, unprofitable Investitionen zu tätigen, um möglichen protektionistischen Maßnahmen zuvorzukommen. Oder vielleicht sind Gewinne manipuliert worden, um Steuerverpflichtungen in den USA auszuweichen.

... und sich verlangsamenden Nichtölimporten

Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen verbessert sich ...

... besonders bei Kapitalerträgen ...

... aufgrund konjunktureller ...

... und anderer Faktoren

Die japanische Leistungsbilanz						
Position	1986	1987	1988	1989	1990	
					Jahr	viertes Quartal ¹
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	85,8	87,0	79,6	57,2	35,8	25,6 ²
Handelsbilanz	92,8	96,4	95,0	76,9	63,5	67,2 ²
Nettokapitalerträge	9,5	16,7	21,0	23,4	23,2	17,2
Sonstige Dienstleistungen	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-51,8
Übertragungen	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	- 7,0 ²
Nachrichtlich:						
Ölimporte	24,1	27,4	25,8	29,8	41,3	66,4
Handelsbilanz (ohne Öl) ³	74,0	63,0	49,0	44,8	45,1	51,2
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	- 0,6	0,3	5,1	3,8	5,5	9,5 ⁴
Einfuhrvolumen	9,5	9,3	16,7	7,8	5,8	6,4 ⁴
Terms of trade	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 6,5	- 10,9 ⁴

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet. ² Saisonbereinigt. ³ Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1985. ⁴ Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1989.

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet. ² Saisonbereinigt. ³ Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1985. ⁴ Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1989.

Japan

Japans Überschuß sinkt wert- aber nicht volumensmäßig ...

Der japanische Leistungsbilanzüberschuß hat sich 1990 das dritte Jahr in Folge – vor allem aufgrund eines Rückgangs des Außenhandelsüberschusses um \$ 13 Mrd. – auf knapp \$ 36 Mrd. verringert. Dies kann jedoch vollständig durch eine spürbare Verschlechterung der Terms of trade erklärt werden. Real betrachtet gab es hingegen Anzeichen dafür, daß der Überschuß im Warenhandel weiter stieg. Der Überschuß bei den Kapitalerträgen war im Jahr 1990 trotz gestiegenen Nettoauslandsvermögens insgesamt wenig verändert.

Der Anstieg der Ölpreise war der wichtigste Faktor für die Verschlechterung der Terms of trade um 6,5% und verteuerte im Jahr 1990 die japanische Importrechnung um ungefähr \$ 10 Mrd. Diese Steigerung war vergleichsweise größer als andernorts, da die Ölimporte Japans im letzten Jahr zu einer Zeit über dem Durchschnitt lagen, als Öl am teuersten war. Alles in allem erhöhten sich die realen Energieimporte 1990 um fast 5%.

... da Yen-Abwertung ...

Die starke Abwertung des Yen von Ende 1988 bis April 1990 (s. die Grafik über die realen effektiven Wechselkurse auf S. 76) scheint den Abbau des japanischen realen Handelsbilanzüberschusses im letzten Jahr zum Stillstand gebracht zu haben. Ein Hinweis dafür ist, daß der Handelsüberschuß (ohne Öl), der seit 1987 beinahe kontinuierlich gefallen war, ab Mitte 1990 wieder zu steigen begann (s. obenstehende Tabelle). Hierin spiegelt sich sowohl eine verstärkte Ausweitung der Exporte als auch eine spürbare Verlangsamung des Importwachstums wider.

... Exporte anregt ...

Das Exportvolumen gewann im Laufe des Jahres an Stärke und lag im vierten Quartal um 9,5% über dem entsprechenden Quartal des Vorjahres. Angesichts sich weltweit abschwächender Gesamtnachfrage dürften sich somit die

japanischen Weltmarktanteile, unterstützt durch eine 20prozentige Verbesserung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit zwischen Ende 1988 und Mitte 1990, erhöht haben. Der Dollarwert der Exporte nach Europa und Südostasien stieg um über 12%, während die Exporte in die USA um rund 3% sanken. Diese Entwicklung beruht nicht nur auf zyklischen Faktoren (anhaltendes Wachstum in Europa und Asien und eine Rezession in den USA), sondern auch auf der Tatsache, daß der Yen am meisten gegenüber europäischen und einigen asiatischen Währungen gefallen war. Darüber hinaus hat die Produktion japanischer Tochtergesellschaften in den USA Importe weiter verdrängt. Trotz der Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit japanischer Exportprodukte nach der Jahresmitte 1990 durch die Aufwertung des Yen setzte sich das vergleichsweise starke Wachstum des Exportvolumens im ersten Quartal 1991 fort.

Obwohl die Inlandsnachfrage – sie stieg um 5¾% – weiterhin stark stimulierend wirkte, schwächte sich das Wachstum des Importvolumens (ohne Öl) 1990 spürbar ab. Im gesamten Jahr betrug es durchschnittlich 6,2% und lag damit deutlich unter dem für den Zeitraum 1985–89 verzeichneten Durchschnitt von jährlich rund 15%. Diese Verlangsamung war bei den Rohstoffen am stärksten ausgeprägt, deren Importe real um fast 4% sanken. Dagegen stiegen die Fertigwarenimporte – die die Erzeugnisse japanischer Tochtergesellschaften im Ausland, namentlich in Südostasien, mit einschließen – real um über 10%. Die Importe von Maschinen und Ausrüstungen und dauerhaften Konsumgütern weiteten sich stark aus. Im Frühjahr 1991 gab es jedoch Hinweise, daß diese lange Periode sehr raschen Importwachstums zu Ende gehen könnte: Die Importe (ohne Öl) im ersten Quartal wuchsen im Vorjahresvergleich nur langsam.

Die japanischen Ausgaben für Auslandsreisen, die sich bereits 1989 deutlich abgeschwächt hatten, wuchsen auch im Jahr 1990 vergleichsweise langsam, da die damalige Yen-Schwäche offenbar viele Japaner von Auslandsreisen abhielt. Umgekehrt stieg 1990 die Zahl ausländischer Besucher um weitere 17% nach einem Zuwachs von 24% im Jahr 1989. Alles in allem hat sich das Defizit in der Reiseverkehrsbilanz um rund \$ 2 Mrd. vergrößert – verglichen mit früheren Jahren eine recht moderate Verschlechterung.

Die faktische Stagnation der Nettokapitalerträge während der letzten Jahre trotz der fortlaufenden Akkumulation großer Leistungsbilanzüberschüsse und damit von Nettoauslandsvermögen bedarf einiger Erklärung. Der wichtigste Grund liegt in dem gewachsenen Anteil des Bestands an Direktinvestitionen am Nettoauslandsvermögen und deren niedrigen und abnehmenden Erträgen – zumindest nach der Erhebung in der Zahlungsbilanzstatistik zu schließen. Mitte der achtziger Jahre, als die Direktinvestitionen rund 30% des Nettoauslandsvermögens repräsentierten, lag der durchschnittliche Ertrag bei rund 6¼%; im Jahr 1990, als der Anteil der Direktinvestitionen auf über die Hälfte angestiegen war, fiel er auf weniger als 3% und lag damit deutlich unter dem aus Finanzvermögen.

Zu den Faktoren, die zu solch niedrigen Erträgen aus Auslandsinvestitionen beitragen dürften, zählen rückläufige Gewinne in den USA und sehr schnell steigende Arbeitskosten in den asiatischen Tochtergesellschaften. Es mag auch sein, daß Direktinvestitionen, die hauptsächlich der Umgehung – erwarteter zukünftiger

... ein Ende des Importbooms einleitet ...

... die Verschlechterung bei den Dienstleistungen und Übertragungen begrenzt

Kapitalerträge stagnieren ...

... aufgrund geringer Erträge aus Direktinvestitionen

tiger wie auch bereits bestehender – protektionistischer Handelsschranken dienen, nicht sehr profitabel sind. Darüber hinaus umfaßt die japanische Zahlungsbilanzstatistik für Nettokapitalerträge nicht die im Ausland einbehaltenen Gewinne japanischer Tochtergesellschaften und dürfte damit die „wahren“ Gewinne etwas untertreiben.

Deutschland: Inlandsboom und Vereinigung

Hochkonjunktur
in Deutschland ...

Im letzten Jahr beschleunigte sich die Inlandsnachfrage im Westen Deutschlands, gerade als die Gesamtnachfrage der meisten Partnerländer ins Stocken geriet. Unter diesen Umständen half der aus der Vereinigung resultierende starke Auftrieb der Nachfrage in Ostdeutschland, den realen Handelsbilanzüberschuß Deutschlands beträchtlich zu reduzieren. Im vierten Quartal 1990 lag das Volumen der Importe (ohne Energie) um fast 18% über dem des entsprechenden Vorjahresquartals, während sich das Exportvolumen kaum veränderte. Der Außenhandelsüberschuß (ohne Öl) sank – in konstanten Preisen gerechnet – deutlich (s. die folgende Tabelle). Im letzten Quartal des Jahres belief sich der Leistungsbilanzüberschuß als Jahreswert hochgerechnet auf etwas mehr als \$ 20 Mrd. Dieser Trend hielt in den ersten Monaten des Jahres 1991 an; unter dem Einfluß umfangreicher Finanzbeiträge, die zu den militärischen Kosten der USA und anderer Länder aufgrund des Golfkonflikts geleistet wurden, wandelte sich der deutsche Leistungsbilanzsaldo in ein Defizit.

In der Zeit von 1985 bis 1989 war die Wachstumsrate der Inlandsnachfrage in Westdeutschland durchweg niedriger gewesen als die seiner Handelspartner, eine Entwicklung, die sich im letzten Jahr teilweise aufgrund der gestiegenen

Die deutsche Leistungsbilanz						
Position	1986	1987	1988	1989	1990	
					Jahr	viertes Quartal ¹
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	40,1	46,2	50,6	57,3	47,3	22,4 ²
Handelsbilanz	54,6	68,6	78,3	76,2	69,6	45,6 ²
Nettokapitalerträge	4,2	4,0	5,1	11,6	17,1	24,7
Sonstige Dienstleistungen	– 6,2	–10,1	–14,6	–12,4	–17,2	–15,9
Übertragungen	–12,5	–16,3	–18,2	–18,1	–22,2	–32,0 ²
Nachrichtlich:						
Ölimporte	15,5	16,9	14,7	16,1	22,1	31,3
Handelsbilanz (ohne Öl) ³	61,1	55,1	58,2	60,6	36,4	10,8
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	1,3	2,9	6,7	8,1	1,4	0,6 ⁴
Einfuhrvolumen	6,2	5,4	6,4	7,3	11,6	15,1 ⁴
Terms of trade	15,3	3,5	– 0,1	– 2,7	1,3	– 1,4 ⁴
Anmerkung: Ab Juli 1990 einschl. der Außenhandelstransaktionen der ehemaligen DDR.						
¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet. ² Saisonbereinigt. ³ Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1980. ⁴ Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1989.						

Ausgaben ostdeutscher Bürger im Westen Deutschlands in einschneidender Weise ins Gegenteil gekehrt hat (s. die Grafik auf S. 76). Dieser Boom führte zu einem Anstieg des D-Mark-Wertes der Importe aus anderen westeuropäischen Ländern um 18% (viertes Quartal 1990 gegen viertes Quartal 1989). Damit verringerte sich der deutsche Handelsbilanzüberschuß gegenüber dem übrigen Europa im letzten Jahr um ungefähr DM 36 Mrd.

... führt
zu steigenden
Importen

Die spürbare D-Mark-Aufwertung gegenüber dem Dollar trug nicht nur zu einer Schwächung der deutschen Wettbewerbsfähigkeit außerhalb Europas bei, sondern half auch, den Inlandseffekt der höheren Ölpreise zu begrenzen. Da die Preise anderer Rohstoffe sogar in Dollar gerechnet sanken und die D-Mark-Preise für Exporte der USA und Japans zurückgingen, verbesserten sich die Terms of trade für Deutschland sogar etwas.

Diese Entwicklungen wurden jedoch alle von den Auswirkungen der seit der Vereinigung verfolgten Wirtschaftspolitik in den Schatten gestellt. Extrem günstige Währungsumtauschsätze, riesige Transferzahlungen der Bundesregierung und besondere Investitionssubventionen in den fünf neuen Ländern führten zu einer starken Steigerung der ostdeutschen Kaufkraft, die durch die ostdeutsche Industrie nicht befriedigt werden konnte. Das Ergebnis war ein sehr großes implizites Handelsbilanzdefizit für den Osten Deutschlands. Da die westdeutschen Produktionskapazitäten bereits zur Zeit der Vereinigung voll ausgelastet waren, wurde ein Großteil dieser Extranachfrage ins Ausland gelenkt, was zu einem spektakulären Rückgang des gesamtdeutschen Überschusses gegenüber dem Rest der Welt führte.

Vereinigung
ein bedeutender
Faktor

Die Nettokapitalerträge stiegen vornehmlich aufgrund der weiteren Zunahme des zinstragenden Nettoauslandsvermögens um mehr als \$ 5 Mrd. Das Defizit bei den nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen weitete sich um über \$ 4 Mrd. aus, teilweise infolge der mit dem deutlich höheren Niveau der Warenimporte einhergehenden gestiegenen Fracht- und Versicherungskosten, aber hauptsächlich aufgrund eines größeren Defizits der Reiseverkehrsbilanz. Obwohl die Transferzahlungen in den Osten Deutschlands seit Mitte 1990 (als die Währungsunion mit der Bundesrepublik in Kraft trat) nicht mehr in der Zahlungsbilanzstatistik auftauchten, ergab sich letztes Jahr ein weiterer kräftiger Anstieg der Transferzahlungen ins Ausland.

Defizit bei den
unsichtbaren
Leistungen
insgesamt wenig
verändert ...

... aber Anstieg
bei den
Übertragungen

Übrige europäische Länder

Der deutsche Konjunkturboom gab den Exporten anderer europäischer Industriestaaten einen kräftigen Anstoß, insbesondere jenen, die am stärksten mit der deutschen Wirtschaft verbunden sind, nämlich Österreich, den Niederlanden und der Schweiz. Dies war ein bedeutender Faktor für die Verbesserung der Handelsbilanz in jedem dieser Länder im letzten Jahr. Bis zum Ende des Jahres belief sich der Zuwachs der Exporte Italiens aufgrund des überdurchschnittlichen Wachstums der deutschen Nachfrage auf über \$ 4 Mrd. Die Exporte Frankreichs, Deutschlands größtem Handelspartner, erlebten einen ähnlichen Schub. Selbst von Deutschland weiter entfernt liegende europäische Länder wie Spanien und Großbritannien verzeichneten einen beträchtlichen Exportanstieg.

Deutschland
stimuliert das
übrige Europa

Exporte europäischer OECD-Länder nach Deutschland											
Jahr	Belgien-Luxemburg	Dänemark	Frankreich	Großbritannien	Italien	Niederlande	Österreich	Schweden	Schweiz	Spanien	OECD – Europa
Milliarden D-Mark, Jahreswerte											
1989	35,8	9,5	53,2	34,5	48,2	52,9	21,9	12,7	20,2	10,1	325,0
1990	40,6	11,2	58,9	37,8	50,4	59,1	24,8	13,1	22,7	12,1	364,6
1990 4. Q.	46,0	13,0	64,0	43,2	60,8	64,7	26,7	13,9	24,7	15,5	404,9
prozentuale Veränderung zur Vorjahresperiode											
1990	14	19	11	10	16	12	13	4	13	20	12
1990 4. Q.	32	26	12	17	21	19	19	7	14	20	18
Quelle: OECD.											

Andernorts
divergierende
Nachfrage

Ein zweiter wichtiger Faktor für die Entwicklung des Handels in Europa im letzten Jahr war ein unterdurchschnittliches Wachstum der Inlandsnachfrage, das in einer Reihe von europäischen Ländern eine Verbesserung der Leistungsbilanzposition ermöglichte. Das auffälligste Beispiel dafür war *Großbritannien*, wo die gesamte Inlandsnachfrage im vierten Quartal 1990 im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal um 1,4% sank. Dementsprechend stagnierte das Importvolumen, während die Exporte weiterhin kräftig anstiegen, was teilweise auf die Ausweitung der Exporte ausländischer Tochterunternehmen in Großbritannien zurückging. Eine schwache Inlandsnachfrage trug auch zur Verbesserung der Handelsbilanz der nordischen Länder bei. Unter anderem dank der hohen Nachfrage aus Deutschland ergab sich für *Dänemark* zum ersten Mal seit 1963 ein Leistungsbilanzüberschuß. Dagegen weitete sich die Inlandsnachfrage in einer Reihe südeuropäischer Länder stark aus: Die Handelsbilanzdefizite von *Griechenland*, *Portugal*, *Spanien* und der *Türkei* vergrößerten sich beträchtlich.

Veränderungen
in der Wett-
bewerbsfähigkeit
bewirken erste
Verstärkungen
der Ungleich-
gewichte ...

Ein dritter wichtiger Einflußfaktor für die Handelsbilanzsalden innerhalb Europas waren Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Seit dem letzten allgemeinen Realignment der Paritäten im EWS im Januar 1987 blieben die nominalen Wechselkurse sowohl innerhalb als auch außerhalb des Wechselkursmechanismus relativ stabil. Da sich die Inflationsdifferenzen, wenngleich sie sich verringerten, während der letzten drei Jahre kumulierten, haben sich die realen Wechselkurse der Länder mit Leistungsbilanzdefiziten relativ zu denen der Überschußländer erhöht. Ein einfacher Vergleich zwischen Veränderungen der Verbraucherpreise, ausgedrückt in einer gemeinsamen Währung, offenbart einen beträchtlichen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit für Spanien, Schweden, Großbritannien und, weniger stark ausgeprägt, für Italien – alles Länder mit großen Leistungsbilanzdefiziten. Von den Überschußländern weisen die Niederlande, gefolgt von Deutschland, die größte reale Abwertung gegenüber den Defizitländern auf (s. die Tabelle auf S. 85).

... im Handel ...

Die sich verschlechternde Wettbewerbsfähigkeit ließ Schwedens Exportmarktanteile im letzten Jahr spürbar weiter zurückgehen, da das Volumen der Exporte industrieller Erzeugnisse nur wenig zunahm. Auch Italien verlor im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr Marktanteile. Eine abnehmende

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Milliarden US-Dollar									
Industrieländer insgesamt	- 50,0	- 78,3	-92,8	- 8,0	- 36,6	- 39,0	- 8,8	-10,9	- 7,4
USA	-128,9	-110,0	-99,3	-127,0	-114,9	-108,7	1,6	- 0,9	7,5
Japan	79,6	57,2	35,8	95,0	76,9	63,5	21,0	23,4	23,2
Europäische Gemeinschaft	14,4	6,7	- 0,1	17,1	2,6	- 0,8	- 8,4	- 2,6	- 2,6
Belgien-Luxemburg	3,5	3,6	4,4	1,4	1,0	2,4	0,3	1,3	1,0
Dänemark	- 1,8	- 1,4	1,6	1,9	2,4	4,6	- 4,3	- 4,5	- 5,5
Deutschland	50,6	57,3	47,3	78,3	76,2	69,6	5,1	11,6	17,1
Frankreich	- 4,3	- 4,3	- 7,6	- 8,6	- 10,7	- 13,7	0,1	- 0,4	- 2,2
Griechenland	- 1,0	- 2,6	- 3,6	- 6,1	- 7,4	- 10,1	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Großbritannien	- 27,7	- 32,6	-21,7	- 37,5	- 39,4	- 31,4	8,1	6,3	9,5
Irland	0,6	0,5	0,9	3,8	4,0	3,8	- 4,0	- 4,5	- 4,7
Italien	- 6,3	- 10,8	-14,9	- 1,4	- 2,2	0,6	- 7,1	- 8,3	-13,0
Niederlande	5,2	7,8	9,6	8,4	8,1	9,8	- 0,7	1,1	1,2
Portugal	- 0,6	0,1	- 0,1	- 5,1	- 4,9	- 6,6	- 0,9	- 0,7	- 0,4
Spanien	- 3,8	- 10,9	-16,0	- 18,0	- 24,5	- 29,8	- 3,5	- 3,0	- 4,0
Übrige europäische Länder	2,7	0,1	- 1,4	- 7,5	- 9,9	- 9,4	4,7	3,3	1,8
Finnland	- 2,8	- 5,5	- 6,7	1,1	- 0,2	0,6	- 1,9	- 2,4	- 3,7
Island	- 0,2	- 0,1	- 0,2	0,0	0,1	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norwegen	- 3,7	0,2	4,0	- 0,1	3,8	7,6	- 2,0	- 2,5	- 2,7
Österreich	- 0,5	0,1	0,0	- 6,3	- 6,6	- 6,3	- 0,9	- 0,9	- 1,3
Schweden	- 0,7	- 3,1	- 5,6	5,1	3,7	4,1	- 1,7	- 2,0	- 3,7
Schweiz	9,0	7,5	9,7	- 5,5	- 6,5	- 5,9	13,4	13,1	15,7
Türkei	1,6	1,0	- 2,6	- 1,8	- 4,2	- 9,6	- 2,0	- 1,8	- 2,3
Sonstige Industrieländer	- 17,8	- 32,3	-27,8	14,4	8,7	16,4	-27,7	-34,1	-37,3
Australien	- 10,2	- 17,3	-14,3	- 1,1	- 4,0	- 0,1	- 8,1	-10,9	-11,8
Kanada	- 8,2	- 14,1	-13,6	8,2	6,4	9,3	-15,4	-18,7	-20,8
Neuseeland	- 0,6	- 2,1	- 2,2	2,1	0,9	0,9	- 1,9	- 2,0	- 2,0
Südafrika	1,2	1,2	2,3	5,2	5,4	6,3	- 2,3	- 2,5	- 2,7
Vier Schwellenländer Asiens	28,5	23,8	14,9	21,8	18,9	9,2	3,0	4,3	5,9
Hongkong	2,8	5,0	3,8	- 1,1	0,6	- 0,7	1,0	1,2	1,8
Singapur	1,3	2,3	2,3	- 2,3	- 2,5	- 3,0	0,6	0,6	0,7
Südkorea	14,2	5,1	- 2,1	11,4	4,6	- 1,9	- 2,0	- 1,3	- 1,0
Taiwan	10,2	11,4	10,9	13,8	16,2	14,8	3,4	3,8	4,4

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Wettbewerbsfähigkeit trug auch zu einer Ausweitung des griechischen Defizits im Handel mit Fertigwaren bei. Andererseits expandierten die Exporte Spaniens trotz einer deutlich abnehmenden Wettbewerbsfähigkeit erneut, was zum Teil durch die Umsätze der im Auslandsbesitz befindlichen Industrieunternehmen begünstigt wurde. Die spanischen Importe (ohne Energie) wuchsen wiederum beträchtlich schneller als die Produktion.

Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung

Jahr	Überschußländer ¹					Defizitländer ¹					
	Belgien	Deutsch- land	Nieder- lande	Schweiz	Durch- schnitt	Frank- reich	Groß- bri- tannien ²	Italien	Schwe- den	Spanien	Durch- schnitt
	in D-Mark (1987 = 100)										
1988	100,4	101,3	100,9	101,4	101,0	101,3	110,7	102,2	107,0	108,5	105,9
1989	103,4	104,1	101,7	100,2	102,3	104,8	114,9	110,6	115,8	122,1	113,6
1990	108,4	106,9	104,3	107,0	106,7	109,1	114,7	115,4	119,8	130,1	117,8
1991 1. Q.	111,2	108,8	105,7	111,9	109,4	110,1	120,7	119,2	127,0	136,4	122,7

¹ Entsprechend der Leistungsbilanzposition 1987–90. ² Ohne Wohnungswirtschaft.

... und bei
Dienstleistungen

Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit haben nicht nur den Warenhandel berührt, sondern auch den internationalen Tourismus beeinflusst. Die realen Auslandseinkünfte aus dem Tourismus gingen in Spanien im letzten Jahr erneut zurück. Die Ausgaben für Auslandsreisen von Italienern – auf Dollarbasis gerechnet – verdoppelten sich 1990 und glichen einen großen Teil des mit der Fußballweltmeisterschaft einhergegangenen Einnahmenzuwachses aus, so daß sich der Überschuß aus dem Tourismus kaum änderte. Frankreich mit seiner niedrigen Inflationsrate ist es wesentlich besser ergangen. Sein Überschuß im Reiseverkehr erhöhte sich erneut und erreichte mit \$ 7,7 Mrd. fast das Doppelte des Wertes von 1988. Die realen Ausgaben ausländischer Besucher in Frankreich lagen im letzten Jahr um 25% über dem Niveau von 1988.

Andere Faktoren
schließen
Ölpreis-
entwicklung ...

Der Anstieg der Ölpreise war der vierte Faktor, der die Entwicklung der Handelsbilanzen in Europa beeinflusste. Die Nettoenergieexporte Norwegens nahmen um \$ 4½ Mrd. zu. Hingegen konnten die Energieausfuhren Großbritanniens nicht wesentlich mehr gesteigert werden als die Importe: Großbritanniens Handel mit Energieträgern war im letzten Jahr fast ausgeglichen. Am anderen Ende der Skala liegen Frankreich und Italien, deren Nettoenergieimporte um \$ 4½ Mrd. bzw. \$ 3½ Mrd. anstiegen.

... und Kapital-
erträge ein

Italien mußte einen Anstieg der Nettokapitalertragszahlungen ans Ausland um \$ 5 Mrd. hinnehmen. In den meisten anderen Ländern hat die Veränderung der Nettokapitalerträge die Ungleichgewichte ebenfalls verstärkt (ein Anstieg in den Überschußländern und ein Rückgang in den Defizitländern), mit Ausnahme Großbritanniens, wo die Nettoeinnahmen im letzten Jahr trotz der anhaltenden Akkumulation großer Leistungsbilanzdefizite um mehr als \$ 3 Mrd. zunahmen. Der wichtigste Grund war der rezessionsbedingte Rückgang der Unternehmensgewinne in Großbritannien, der die Erträge aus Direktinvestitionen von Ausländern drückte.

Das Ergebnis dieser Faktoren war per saldo, daß eine Reihe von europäischen Ländern im letzten Jahr mit großen und sich ausweitenden Leistungsbilanzdefiziten konfrontiert wurde. Griechenland (dessen Leistungsbilanzdefizit 5,4% des BIP ausmachte), Finnland (4,9%), Spanien (3,2%), Schweden (2,6%) und die Türkei (2,4%) fielen alle unter diese Kategorie.

Übrige Industrieländer und Schwellenländer Asiens

In den Industrieländern außerhalb Europas haben sich die Leistungsbilanzpositionen leicht verbessert. Nach zwei Jahren starker Verschlechterung fielen die Außenhandelszahlen für *Australien* und *Kanada* 1990 deutlich günstiger aus. Dies war einzig auf Mengeneffekte zurückzuführen, da beide Länder eine Verschlechterung der Terms of trade hinnehmen mußten. Mit dem Eintritt beider Volkswirtschaften in die Rezession ging das Mengenwachstum der Importe 1990 deutlich zurück, während sich das der Exporte beschleunigte. Gleichwohl blieben ihre Leistungsbilanzdefizite als Ausdruck einer fortdauernden mangelnden internationalen Wettbewerbsfähigkeit und beträchtlicher Zinszahlungen auf hohe Auslandsschulden groß. In Australien stiegen die faktorgebundenen Zahlungen ans Ausland auf über 25% der Warenexporte und nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen und verhinderten, daß das Leistungsbilanzdefizit deutlich unter 5% des BSP sank – beunruhigend viel für ein hochverschuldetes Land in der Rezession. Die Nettokapitalertragszahlungen Kanadas stiegen um weitere \$ 2 Mrd. auf fast 15% der gesamten Exporte und glichen die Verbesserung im Außenhandel größtenteils aus.

Weiterhin
Defizite
in Australien,
Kanada ...

Die Volkswirtschaften *Südafrikas* und *Neuseelands* sind in den letzten fünf Jahren beide langsam gewachsen. Während das niedrige Wachstum in Südafrika große Leistungsbilanzüberschüsse hervorbrachte, blieb das Leistungsbilanzdefizit in Neuseeland bestehen. Dies ist größtenteils durch ihre sehr unterschiedlichen Exportleistungen zu erklären. Südafrika hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit seiner Exporte gewahrt: Trotz Sanktionen erhöhte das Land zwischen 1985 und 1989 das Volumen seiner Exporte (ohne Gold) mit einer Jahresrate von durchschnittlich über 6½%. Dagegen wiesen die Exporte Neuseelands über den gleichen Zeitraum nur ein durchschnittliches Wachstum von ½% auf, da eine starke Verschlechterung seiner Wettbewerbsfähigkeit und Handelsbarrieren gegen seine landwirtschaftlichen Produkte die Exporte begrenzten. Während die Auslandsverschuldung Südafrikas auf rund 20% des BIP gesunken ist, ist die Neuseelands bis Ende 1990 auf deutlich über 70% des BSP angestiegen.

... und
Neuseeland

Besseres Ergebnis
in Südafrika

Einige dieser Entwicklungen waren im letzten Jahr erneut erkennbar, da die Exporte Südafrikas (ohne Gold) bei einem gleichzeitigen Rückgang der Importe mengenmäßig um annähernd 6% zunahmen, was zu dem Leistungsbilanzüberschuß von 2,3% des BSP beitrug. Obwohl die Importe Neuseelands stagnierten, glich der geringe Zuwachs des Exportvolumens kaum die Verschlechterung der Terms of trade aus, womit das Leistungsbilanzdefizit praktisch unverändert blieb.

Ein schnelles Wachstum der Importe und eine verhaltene Zunahme der Exporte kennzeichneten im letzten Jahr den Außenhandel *Taiwans* und *Südkoreas*. Obwohl ein sich verbessernder Saldo der Nettokapitalerträge für einen gewissen Ausgleich sorgte, verschlechterten sich ihre Leistungsbilanzsalden, wobei sich der Südkoreas in ein Defizit von über \$ 2 Mrd. wandelte. *Singapur* und *Hongkong* erlebten eine Verschlechterung ihrer Terms of trade, waren aber eher in der Lage, ihre Exporte im Gleichschritt mit dem Importwachstum auszuweiten. Die Leistungsbilanzposition Singapurs änderte sich sehr wenig, während die Hongkongs sich etwas verschlechterte.

Defizit in
Südkorea ...

... aber Überschüsse
in anderen asiatischen
Schwellenländern

Das Absterben des RGW

Außenhandel

Die Entwicklung des Außenhandels in Osteuropa war 1990 durch zwei herausragende Merkmale gekennzeichnet: die beginnende Auflösung des Tauschhandelssystems des RGW und den weiteren Rückgang der Ölproduktion und Ölexporte der Sowjetunion. Die Handelsvereinbarungen im RGW hatten den Handel der Ostblockländer verzerrt, indem sie eine Abhängigkeit von der Sowjetunion zu Lasten des Handels mit der restlichen Welt schufen.

Bilateraler
Tauschhandel
im RGW ...

Bis in die jüngste Vergangenheit fand der Großteil des Handels zwischen den ehemaligen RGW-Mitgliedern im Rahmen bilateraler Vereinbarungen statt, wobei Güter nur im faktischen Warentausch gehandelt wurden. Solche Handelsgeschäfte waren im Prinzip ausgeglichen; etwaige Ungleichgewichte führten nicht zu Zahlungen in konvertibler Währung. Sie wurden stattdessen in „Transferrubel“ ausgeglichen – im wesentlichen Gutschriften/Lastschriften im Abrechnungssystem, auf die in späteren Handelsgeschäften (nach Verhandlungen und nicht automatisch) zurückgegriffen wurde. Darüber hinaus konnten akkumulierte Salden gegenüber einem Handelspartner gewöhnlich nicht genutzt werden, um Salden mit anderen RGW-Mitgliedern auszugleichen: Die Rubel waren somit selbst innerhalb des Mechanismus nicht transferierbar. In diesem System exportierte die Sowjetunion Öl und andere Energieprodukte im Austausch gegen Fertigwaren ihrer Partner.

Zu Beginn des Jahres 1990 war klar geworden, daß dieses System sehr bald durch einen Handel zu Weltmarktpreisen mit einer Abrechnung in konvertibler Währung ersetzt werden würde. Unter den alten Abrechnungsvereinbarungen wurden Ölexporte an Osteuropa deutlich unter den Weltpreisen „verkauft“. Da dieses System im letzten Jahr noch in Kraft war, gab es für die Sowjetunion einen starken Anreiz, ihre Ölexporte von Osteuropa in die Industrieländer umzuleiten. Die Hauptlast aus dem Rückgang der sowjetischen Ölförderung fiel daher auf die Exporte nach Osteuropa, die um 30% sanken, während das Volumen der sowjetischen Ölexporte in die OECD-Länder vergleichsweise wenig abnahm.

... endete mit
dem Rückgang
der sowjetischen
Ölexporte

Starke Abhängig-
keit von der
Sowjetunion

Die Handelsvereinbarungen innerhalb des RGW haben die meisten osteuropäischen Länder in großer Abhängigkeit vom Handel mit der Sowjetunion belassen – als Lieferant von Öl und anderen Energieprodukten wie auch als wichtigem Exportmarkt. Vergleiche zwischen der Exportabhängigkeit osteuropäischer Länder sind jedoch zu einem gewissen Grad durch die Verwendung von Handelsstatistiken mit sehr unterschiedlichen fiktiven Kreuzparitäten zwischen dem Rubel und dem Dollar beeinträchtigt. Während Bulgarien und die Sowjetunion den seit langem festgesetzten Kurs von rund 0,6 Rubel je Dollar für die Statistiken des Jahres 1989 – die letzten verfügbaren – beibehielten, haben sich die meisten anderen Länder einem viel niedrigeren Wechselkurs zugewandt; solche Differenzen übertreiben eher die Unterschiede in der Abhängigkeit vom sowjetischen Markt (s. die folgende Tabelle). Nach Anwendung eines einheitlichen Wechselkurses, der in der Mitte der Spanne der augenblicklich genutzten Kreuzparitäten liegt, ergibt sich, daß durchschnittlich ungefähr 40% der Exporte Osteuropas im Jahr 1989 an andere europäische RGW-Länder gingen, über ein

Exporte an europäische RGW-Partner in Prozent der gesamten Exporte ¹									
	Sowjet- union	Übriges Ost- europa	davon						Jugo- slawien ²
			Bulgarien	DDR	Polen	Rumänien	Tsche- choslo- wakei	Ungarn	
nichtkonvertibler Handel bewertet zu nationalen Rubel/Dollar-Kreuzparitäten									
Rubel/Dollar-Kurs	0,63	—	0,65	1,74	2,96	0,96	1,51	2,09	..
Sowjetunion	—	32	66	24	21	23	31	25	22
DDR	10	5	6	—	4	5	7	5	2
Übriges Osteuropa	36	15	12	18	10	10	17	10	11
nichtkonvertibler Handel bewertet zum Kurs 2 Rubel/Dollar									
Sowjetunion	—	28	49	22	25	14	27	26	..
DDR	5	4	4	—	4	3	6	5	..
Übriges Osteuropa	17	13	9	17	12	6	14	11	..

¹ Die Angaben beziehen sich auf 1989. ² Jugoslawiens nichtkonvertibler Handel mit der Sowjetunion wird nicht in Transferrubel fakturiert.

Quellen: RGW; UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); Angaben der einzelnen Länder.

Viertel allein in die Sowjetunion. Bulgariens Exporte gingen zu fast 50% in die Sowjetunion, die Rumäniens hingegen nur zu 14%. Für bestimmte Fertigwaren war die Abhängigkeit vom RGW aufgrund der früheren Politik der Spezialisierung auch viel größer – für die Produktion von Bussen in Ungarn, Stahl in Polen usw. Darüber hinaus ging ein bedeutender Teil der Exporte an Entwicklungsländer, oft unter präferentiellen Abmachungen, nicht unähnlich denen innerhalb des RGW. Insgesamt entfielen weniger als die Hälfte der Exporte Osteuropas auf die entwickelten westlichen Volkswirtschaften.

Um eine Anhäufung von Guthaben in Transferrubeln zu vermeiden, die keinen bestimmten Wert in konvertibler Währung hatten, waren die osteuropäischen Länder bemüht, „Verrechnungs“-Exporte im Einklang mit den niedrigeren Importen zu verringern. Letztlich konnte diese Strategie jedoch nicht immer vollständig durchgehalten werden, so daß sich das Handelsbilanzdefizit der Sowjetunion in nichtkonvertibler Währung 1990 um ca. Rbl 7 Mrd. ausgeweitet haben dürfte. Insbesondere Polen gelang es nicht, das Entstehen eines nichtkonvertiblen Überschusses gegenüber der Sowjetunion zu verhindern, der viel größer war als seine gesamten Transferrubelverbindlichkeiten zu Beginn des Jahres. Auch der nichtkonvertible Überschuß der ehemaligen DDR stieg um über Rbl 3 Mrd. Während nach der Währungsunion mit der Bundesrepublik Deutschland Importe aus Osteuropa nicht mehr wettbewerbsfähig waren, stellten die Bundesbehörden mittels Subventionen sicher, daß die bestehenden Verträge über Exportlieferungen an die Sowjetunion tatsächlich, wie im Einigungsvertrag vereinbart, erfüllt wurden.

Der vorübergehende Anstieg der Ölpreise während der Golfkrise blähte die sowjetischen Ölexporteeinnahmen auf westlichen Märkten um \$ 2½–3 Mrd. auf, was der wichtigste Faktor für den augenscheinlichen Überschuß der Sowjetunion gegenüber den Industrieländern war (gemäß westlichen Statistiken: s. die Tabelle auf S. 90). Darüber hinaus wurden die Getreideimporte aus dem Westen verringert, und der Dollarpreis für Getreide sank. Die gesamten Importe

Gestiegenes Handelsbilanzdefizit der Sowjetunion in nicht konvertibler Währung ...

... aber verbesserte Handelsbilanz in konvertibler Währung aufgrund höherer Ölpreise

aus den USA nahmen daher um über \$ 1 Mrd. ab. Ein dritter Faktor, der der Sowjetunion half, ihre Devisenbestände sparsam zu verwenden, war eine starke Reduktion der Exporte in und ein Anstieg der Importe aus bestimmten Entwicklungsländern außerhalb des RGW. Solche Exporte – in der amtlichen Statistik als Exporte in konvertibler Währung erfaßt – wurden typischerweise über sowjetische Kredite finanziert, die häufig letzten Endes durch Warenlieferungen bezahlt oder manchmal überhaupt nicht beglichen wurden. Indem die Sowjetunion auf diese bei bestimmten Ländern aufgelaufenen Kredite zurückgriff, dürfte sie 1990 ihren gesamten Handelsbilanzüberschuß gegenüber den Entwicklungsländern um rund \$ ¾ Mrd. reduziert haben. Hätte die Möglichkeit bestanden, irakisches Öl wie geplant zu beziehen, wäre der Überschuß noch weiter abgebaut worden. Diese Veränderung verschlechterte die sowjetische Leistungsbilanzposition, erforderte aber keine zusätzliche Kreditaufnahme im Ausland. Schließlich führte Devisenknappheit zu einer drakonischen, erneuten Verschärfung der Devisenkontrollen: Importrestriktionen wurden wieder eingeführt, und mit Beginn des Jahres 1991 wurden die Unternehmenserträge in konvertibler Währung konfisziert.

Verlust der Märkte der Sowjetunion und der ehemaligen DDR ...

Die Sowjetunion war nicht sehr erpicht darauf, für Güter aus Osteuropa in harter Währung zu bezahlen, nicht nur wegen ihrer vergleichsweise niedrigen Qualität, sondern auch, weil westliche Anbieter Handelskredite bereitstellten (manchmal mit staatlicher Garantie), die osteuropäische Länder nicht bieten konnten – angesichts der präkären Situation der Außenfinanzierung der Sowjetunion im letzten Jahr eine Schlüsselüberlegung. Auch lenkte die Vereinigung Deutschlands die Nachfrage in Ostdeutschland auf westliche Produkte. Andere osteuropäische Länder sahen sich somit einem starken Rückgang der Exportnachfrage auf ihren wichtigsten Märkten gegenüber: Alles in allem sank das Volumen der Exporte an ehemalige RGW-Mitglieder um rund 20%.

... nicht durch Exporte in den Westen ersetzt

Nur ein sehr geringer Teil der osteuropäischen Güter, die auf dem sowjetischen Markt nicht länger gefragt waren, fanden ein Ventil in westlichen Märkten: Der Anteil Osteuropas am westeuropäischen Markt z.B. stieg 1990

Osteuropäische Exporte nach Westeuropa						
Land	1980–84	1985–87	1988	1989	1990	
					Jahr	viertes Quartal
	in Prozent der gesamten Importe Westeuropas					
Sowjetunion	2,5	1,9	1,6	1,4	1,6	1,6
Jugoslawien	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
Übriges Osteuropa	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Bulgarien	0,10	0,07	0,05	0,05	0,06	0,05
Polen	0,43	0,40	0,41	0,41	0,48	0,53
Rumänien	0,32	0,30	0,25	0,24	0,14	0,13
Tschechoslowakei	0,32	0,30	0,28	0,28	0,27	0,28
Ungarn	0,28	0,28	0,29	0,29	0,31	0,33
Anmerkung: Westeuropa umfaßt alle europäischen OECD-Länder außer Finnland (dessen Handel mit der Sowjetunion besonderen bilateralen Vereinbarungen unterliegt).						
Quelle: OECD.						

nur marginal, und es gelang nicht, den während des größten Teils der achtziger Jahre erlittenen Verlust wieder rückgängig zu machen (s. die vorstehende Tabelle). Einige Länder konnten ihre Exportmarktanteile jedoch etwas erhöhen, so *Polen* und in deutlich geringerem Maße *Ungarn*. Darüber hinaus scheinen sich die Zugewinne dieser Länder gegen Ende des Jahres noch erhöht zu haben, während *Rumänien* weiter zurückfiel.

Es gab auch Anzeichen dafür, daß sich die Warenstruktur der tschechoslowakischen, polnischen und ungarischen Exporte verbesserte, da der Anteil der Fertigerzeugnisse stieg. Da dies die Länder sind, die ihr Außenhandelssystem am meisten liberalisiert haben – Unternehmen dürfen Außenhandel in Eigeninitiative betreiben, der Zugang zu importierten Vorleistungen wurde erleichtert usw. –, könnten diese jüngsten Zeichen der Exportaktivität als ermutigend betrachtet werden. Allerdings könnte die Exportstärke zum Teil eine verzögerte Reaktion auf die beträchtliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit sein, die aus vorherigen großen Abwertungen resultierte und seitdem durch hohe Inflationsraten kompensiert worden ist.

Polens Überschuß in konvertibler Währung verbesserte sich um über \$ 2 Mrd., größtenteils aufgrund eines Rückgangs der Importe, da die reale Inlandsnachfrage stark sank, und dank der verzögerten Wirkungen der früheren Währungsabwertung. Ungarns Defizit wurde eliminiert. Der Leistungsbilanzsaldo der Tschechoslowakei verwandelte sich letztes Jahr in ein Defizit, als die realen Importe in konvertibler Währung stark auf die Liberalisierung der Importvorschriften reagierten. Bulgariens Defizit blieb bestehen, während der Leistungsbilanzsaldo Rumäniens sich massiv von einem Überschuß in ein Defizit

Jüngste Anzeichen höherer Exporte Polens

Massive Leistungsbilanzverschlechterung in Rumänien...

Osteuropäische Bilanzsalden in konvertibler Währung										
Land	Handelsbilanzsaldo gegenüber Industrieländern ¹			Fällige Zinszahlungen, netto ²			Leistungsbilanzsaldo			
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990	Veränderung 1990 gegenüber 1989 in Prozent des Warenhandels ³
	Milliarden US-Dollar									
Sowjetunion ⁴	-2,9	-4,5	1,6	1,5	2,2	4,4	2,3	-4,0	-4,3	..
Übriges Osteuropa	0,5	-0,8	-2,8	6,6	6,8	6,1	3,8	1,0	-5,2	..
Bulgarien	-1,7	-1,7	-0,7	0,4	0,6	0,4	-0,8	-1,3	-0,8	14
Jugoslawien	-0,4	-0,7	-2,5	1,8	1,4	0,8	2,2	2,0	-2,7	-44
Polen	0,3	-0,5	0,6	2,9	3,2	3,3	-0,3	-1,6	0,7	31
Rumänien	2,5	2,4	0,2	0,2	0,0	-0,2	3,6	2,9	-1,4	-92
Tschechoslowakei	0,0	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	-1,1	-29
Ungarn	-0,2	-0,5	-0,1	1,1	1,4	1,5	-0,8	-1,4	0,1	24

¹ Auf der Grundlage von Angaben der OECD, Importe (cif) umgerechnet auf Importe (fob) durch Multiplikation mit dem Faktor 0,93. Die so berechnete Handelsbilanz der Sowjetunion für das Jahr 1990 unterscheidet sich stark von vorläufigen sowjetischen Schätzungen. Der Handel mit Ostdeutschland ist ausgeklammert. ² Fällige, aber nicht notwendigerweise gezahlte Zinsbeträge. ³ Durchschnitt der Importe und Exporte in konvertibler Währung im Jahr 1989. ⁴ Ohne Gold.

Quellen: IWF; OECD; UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); Angaben der einzelnen Länder.

kehrte, da die frühere Politik einer praktischen Autarkie und eines extremen Drucks auf die Inlandsnachfrage aufgegeben wurde.

... und
Jugoslawien

Jugoslawien wies im letzten Jahr eine Verschlechterung seiner Leistungsbilanz um \$ 4,7 Mrd. auf – eine gewaltige Veränderung, die sich auf fast die Hälfte des Wertes des Warenhandels belief (s. die vorstehende Tabelle). Im letzten Quartal des Jahres betrug das monatliche Handelsbilanzdefizit durchschnittlich rund \$ $\frac{3}{4}$ Mrd. Ein radikales Programm der Importliberalisierung und eine massive reale Aufwertung, die die Anbindung des Dinars an die D-Mark im Dezember 1989 mit sich brachte, waren die Hauptursachen. Ende Dezember 1990 wurde der Dinar gegenüber der D-Mark um fast 30% abgewertet, was die frühere reale Aufwertung nur zu einem kleineren Teil wieder rückgängig machte. Inmitten wachsender wirtschaftlicher und politischer Unruhen als auch eines starken inflationären Drucks wurde im April 1991 eine weitere 30prozentige Abwertung vorgenommen.

Die gesamte Handelsbilanz Osteuropas (ohne Sowjetunion) verschlechterte sich gegenüber den westlichen Industrieländern im letzten Jahr um rund \$ 2 Mrd. Darüber hinaus waren eine Reihe von Ländern zunehmend verpflichtet, sowjetische Öllieferungen in harter Währung zu bezahlen, im vierten Quartal des Jahres in beträchtlichem Umfang. Da auch die Zinszahlungen auf Auslandsschulden stiegen, weitete sich das Leistungsbilanzdefizit Osteuropas, ohne die Sowjetunion gerechnet, um mehr als \$ 5 Mrd. aus.

Übergang
zu Welt-
handelspreisen
begünstigt die
Sowjetunion ...

Die grundlegende außenwirtschaftliche Position der meisten osteuropäischen Länder ist noch schwächer, als die jüngsten Statistiken zu erkennen geben. Die Einführung von Weltmarktpreisen im Handel zwischen der Sowjetunion und dem übrigen Osteuropa (prinzipiell wirksam ab 1. Januar 1991) impliziert eine beträchtliche Verschlechterung der Terms of trade Osteuropas gegenüber der Sowjetunion. Schätzungen auf Basis der Handelsdaten von 1989 lassen darauf schließen, daß ein Ölpreis von \$ 18 pro Barrel – der Marktpreis von Mitte 1990 vor Ausbruch der Golfkrise und nahe dem im Frühjahr 1991 vorherrschenden Niveau – die anderen osteuropäischen Länder zusätzlich \$ 8–9 Mrd. im Jahr kosten würde. Ein Teil dieser möglichen Last kann jedoch vermieden werden, indem man Unternehmen der energieintensiven Schwerindustrie schließt und die den anderen Betrieben und den privaten Haushalten in Rechnung gestellten Energiepreise die Weltmarktpreise widerspiegeln läßt, um somit die Nachfrage zu drosseln. Da der sowjetische Terms-of-trade-Gewinn dem möglichen Rückgang der Ölförderung, der den Umfang der sowjetischen Exporte begrenzen dürfte, gegenübergestellt werden muß, sieht sich die gesamte Region mit einer beträchtlichen Ausweitung ihres außenwirtschaftlichen Defizits konfrontiert.

... aber
benachteiligt
das übrige
Osteuropa

Außenfinanzierung

Banken nicht
zu weiteren
Krediten an
die Sowjetunion
bereit ...

Die sich stark verschlechternde innere Lage der Sowjetunion und Verzögerungen bei der Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen führten bei den westlichen Geschäftsbanken zu einer extremen Abneigung gegen eine Ausweitung von nicht durch staatliche Garantien gesicherten Krediten. Gemäß der BIZ-Statistik über wechselkursbereinigte Veränderungen ausstehender Kredite beliefen sich die sowjetischen Nettotilgungen von Krediten westlicher Banken im letzten Jahr auf \$ 6,2 Mrd. und waren besonders groß im vierten Quartal (s. die folgende

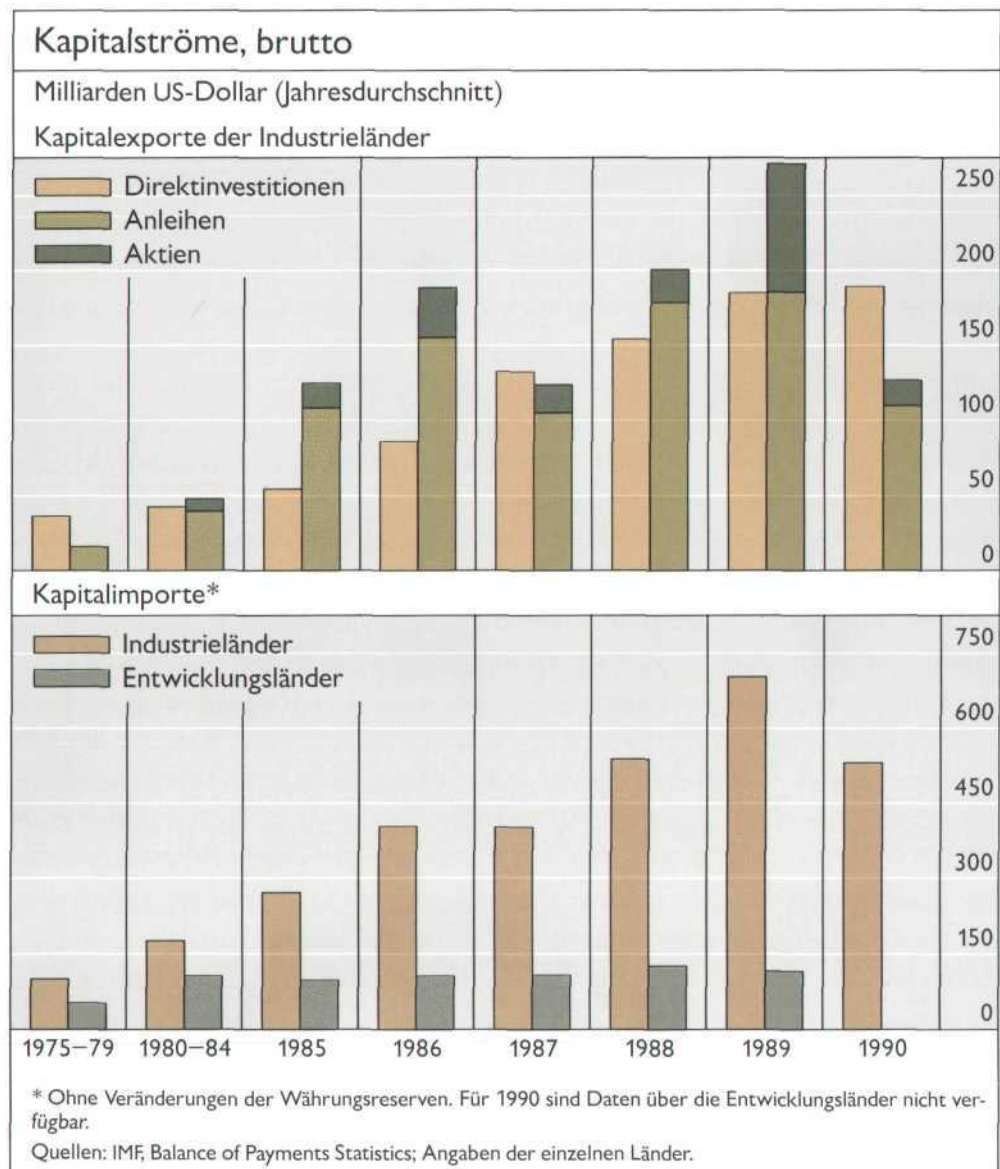
Transaktionen Osteuropas mit den an die BIZ berichtenden Banken									
Land	Rückgriff auf Bankeinlagen und Kreditaufnahme, netto		davon				Nachrichtlich: Netto- auslandsverschuldung gegenüber Banken am Jahresende		
			Kreditaufnahme		Inanspruchnahme von Bankeinlagen				
	1985–89 kumu- liert	1990	1985–89 kumu- liert	1990	1985–89 kumu- liert	1990	1984	1989	1990
	Milliarden US-Dollar								
Sowjetunion	19,7	0,3	20,6	–6,2	–0,9	6,5	5,3	30,1	33,4
Übriges Osteuropa	–7,7	–5,4	–1,9	–3,6	–5,8	–1,8	24,0	25,8	22,7
Bulgarien	5,3	0,2	4,7	–0,4	0,6	0,6	0,1	6,6	7,3
Jugoslawien	–7,5	–1,6	–4,0	–0,9	–3,5	–0,7	7,2	0,7	–0,9
Polen	–4,7	–3,5	–2,8	0,0	–1,9	–3,5	7,4	6,4	3,5
Rumänien	–4,9	1,3	–3,8	0,0	–1,1	1,3	2,5	–1,6	–0,3
Tschechoslowakei	0,9	0,6	1,8	–0,4	–0,9	1,0	1,4	3,0	3,8
Ungarn	3,2	–2,4	2,2	–1,9	1,0	–0,5	5,4	10,7	9,3
Anmerkungen:									
a) Schätzungen der Kreditaufnahmen und Inanspruchnahmen von Bankeinlagen sind aus wechselkursbereinigten Veränderungen von Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken abgeleitet.									
b) Inanspruchnahmen von Bankeinlagen bilden einen Großteil der Veränderungen der Währungsreserven.									

Tabelle). Die Bruttotilgungen waren wesentlich umfangreicher, wurden aber zum Teil durch neue, von westlichen Regierungen garantierte Bankkredite aufgewogen; insbesondere stiegen die Forderungen deutscher Banken an die Sowjetunion – gewöhnlich mit einer Regierungsgarantie versehen – um mehr als \$ 6 Mrd. im zweiten Halbjahr 1990. Um die hohen Nettotilgungen leisten zu können, griff die Sowjetunion in hohem Umfang auf ihre Währungsreserven zurück (die Einlagen bei westlichen Banken sanken um \$ 6,5 Mrd.). Dies bedeutete, daß der Rückgriff der Sowjetunion auf die an die BIZ berichtenden Banken im letzten Jahr netto auf rund \$ ¼ Mrd. sank, verglichen mit \$ 8,2 Mrd. im Jahr 1989.

Am Ende des Jahres übertraf die Verschuldung der Sowjetunion bei ausländischen Banken – nach Abzug der Guthaben – \$ 33 Mrd., verglichen mit nur \$ 5,3 Mrd. Ende 1984 vor Einführung der Perestroika. Ein Großteil dieser Schulden ist kurzfristig: Fast die Hälfte der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber der Sowjetunion ist innerhalb eines Jahres zur Rückzahlung fällig. Darüber hinaus hat der Zahlungsverzug für Importe aus dem Westen \$ 5 Mrd. an unbezahlten Forderungen aus Leistungen und Lieferungen hinterlassen. Eine Anzahl der oben aufgeführten besonderen Faktoren, die das Leistungsbilanzdefizit der Sowjetunion gegenüber dem Westen im letzten Jahr begrenzten, dürfte sich nicht wiederholen, so daß das Land nun mit akuten Problemen bei der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits konfrontiert wird.

Die Banken zögerten auch, an andere osteuropäische Länder weitere Kredite zu geben: Die Zahlungsschwierigkeiten Bulgariens zu Beginn des Jahres riefen die entsprechenden Risiken in Erinnerung. Jene Länder, die sich umfangreichen Leistungsbilanzdefiziten gegenüber sahen, konnten sich nicht auf neue Bankkredite zur Deckung ihres Außenfinanzierungsbedarfs verlassen und waren daher gezwungen, auf ihre Reserven zurückzugreifen. Gemäß der BIZ-Statistik

... und Zweifel über Kreditwürdigkeit breiten sich aus



– ausführlicher diskutiert in Kapitel VI – zogen Bulgarien, Rumänien und die Tschechoslowakei Bankguthaben von insgesamt rund \$ 3 Mrd. ab.

Kapitalverkehr in den Industrieländern

Rückgang
der Portfolio-
investitionen ...

Die gesamten Kapitalabflüsse für Portfolioinvestitionen der größeren Industrieländer gingen 1990 stark zurück und wurden zum ersten Mal seit vielen Jahren von den Abflüssen für Direktinvestitionen übertroffen (s. die obenstehende Grafik). Der Rückgang der Anlagen in Aktien war besonders ausgeprägt, da die Investoren liquidere und weniger risikobehaftete Finanzaktiva suchten. Wechselkurserwartungen, Zinsdifferenzen, Aktienmarktentwicklungen und Wachstumsunterschiede spielten für die Entwicklung der Kapitalströme sämtlich eine Rolle. Die Rezession in den USA und Großbritannien verringerte die Zuflüsse ausländischer Investitionen in beide Länder. Der Rückgang der Dollarzinsen im Vergleich zu den Zinsen anderer wichtiger Währungen verminderte die Auslandsnachfrage nach US-Anleihen. Es deutete sich auch an, daß die Auslandsinvestitionsströme aus und in Länder, die erst kürzlich den

Kapitalverkehr liberalisiert haben, jene der früheren „Liberalisierer“ zu über-
treffen begannen.

Portfolioinvestitionen

Das Verschwinden des Zinsvorsprungs von Dollaraktiva trug dazu bei, daß sich im letzten Jahr die japanischen Kapitalabflüsse für Portfoliozwecke um \$ 73 Mrd. verringerten. Tatsächlich blieben die kurzfristigen Yen-Zinssätze, die Ende 1989 über die Dollarsätze gestiegen waren, während des ganzen Jahres oberhalb der Sätze in den USA, wohingegen sich der Zinsaufschlag auf langfristige Dollaranleihen fast das gesamte Jahr über stetig verringerte. Auch veranlaßten große Verluste am Aktienmarkt einige institutionelle Anleger, Mittel zum Zwecke der Bilanzkosmetik zu repatriieren. Ein eher mittelfristiger Einfluß war die Tatsache, daß die Diversifikation der Finanzinstitute in ausländische Wertpapiere – die die japanischen Kapitalabflüsse für Portfoliozwecke seit 1985 getragen hat – offenbar beendet ist. Ende 1990 zum Beispiel machte bei den Lebensversicherungsgesellschaften der Bestand an ausländischen Wertpapieren 30% ihres gesamten Wertpapierportefeuilles aus, nach noch fast 34% Ende 1989. Darüber hinaus gingen die von japanischen Unternehmen im Ausland aufgelegten Anleihen stark zurück, so daß die Emission von Auslandsanleihen netto von \$ 76 Mrd. im Jahr 1989 auf etwa \$ 31 Mrd. fiel. Da ein bedeutender Teil solcher Wertpapiere für gewöhnlich schon bald nach der Begebung an in Japan Ansässige zurückverkauft wird, führen sie typischerweise zu mehr oder weniger gleichzeitigen Abflüssen und Zuflüssen. Dies galt insbesondere für eigenkapitalbezogene Fremdwährungsanleihen. Die Attraktivität dieser Anleihen wurde durch den starken Einbruch der Tokioter Börse im Frühjahr 1990 ernsthaft beeinträchtigt; die internationale Emission von Aktien und eigenkapitalbezogenen Anleihen durch japanische Unternehmen wurde von Ende März bis Anfang Juli sogar ganz eingestellt.

... da japanische Investoren sich zurückziehen

Die Anleger in den USA erhöhten dagegen ihre Käufe ausländischer Wertpapiere. Insbesondere deutete sich an, daß US-Pensionsfonds, die traditionellerweise fast ausschließlich in Inlandspapiere investierten, begonnen haben, Kapital auch in ausländischen Wertpapieren anzulegen.

US-Investoren diversifizieren in ausländische Anlagen ...

Die deutschen und britischen Kapitalabflüsse für Portfolioinvestitionen nahmen im letzten Jahr kräftig ab. Die Abflüsse aus anderen EG-Ländern stiegen jedoch, was vielleicht das Ergebnis der vorangegangenen Liberalisierung von Auslandsinvestitionen durch Finanzinstitute, wie Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, war. Der starke Rückgang der britischen Portfolioinvestitionen im Ausland spiegelt – im Anschluß an die umfangreichen Auslandsinvestitionen in den späten achtziger Jahren – eine größere Umorientierung der institutionellen Anleger wider. Im Jahr 1989, als die Abwertungserwartungen für das Pfund Sterling am ausgeprägtesten waren, hatten die nicht zum Bankensektor zählenden Finanzinstitute ihre Investitionen in Auslandsbeteiligungen um über £ 13 Mrd. erhöht, während der Anteilserwerb im Inland nur etwas mehr als £ 5 Mrd. ausgemacht hatte. Als das Vertrauen in das Pfund Sterling zurückkehrte, wendete sich 1990 dieses Verlaufsmuster ins Gegenteil, wobei £ 2,3 Mrd. aus Veräußerungen ausländischer Aktien zurückflossen und mehr als £ 11 Mrd. am inländischen Aktienmarkt angelegt wurden. Mit dem Anstieg der

... und europäische Portfolioinvestitionen sinken

Kapitalbewegungen in dreizehn Industrieländern								
Position	1975–79	1980–84	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
	Milliarden US-Dollar (Jahresdurchschnitt)							
Portfolioinvestitionen								
Kapitalexporte ²	17,0	45,7	119,6	180,3	122,7	197,0	266,7	157,6
USA	5,8	5,8	7,5	4,3	5,3	7,9	21,9	26,7
Japan	2,6	13,8	59,8	102,0	87,7	87,0	113,1	39,7
Europäische Gemeinschaft ³	3,8	18,7	43,8	62,9	20,8	85,6	116,0	83,0
<i>Deutschland</i>	1,5	4,3	11,0	9,7	13,5	41,4	26,7	14,6
<i>Frankreich</i>	0,9	1,2	2,5	6,0	3,3	4,2	6,7	6,8
<i>Großbritannien</i>	0,8	10,8	24,7	34,0	–6,7	17,8	58,8	28,5
<i>Übrige⁴</i>	4,8	7,4	8,5	11,1	8,9	16,5	15,6	8,2
Kapitalimporte ⁵	21,8	57,3	146,4	170,3	110,6	153,1	288,9	160,5
USA	4,6	16,7	71,4	74,8	34,5	46,6	69,5	5,2
Japan	3,0	11,9	16,7	0,5	–6,1	20,3	85,1	34,7
Europäische Gemeinschaft ³	8,1	17,1	38,6	65,4	62,0	61,4	107,7	97,5
<i>Deutschland</i>	3,9	8,7	12,5	33,5	11,4	–2,3	21,8	14,8
<i>Frankreich</i>	1,3	5,2	8,9	7,8	8,7	11,9	29,0	39,5
<i>Großbritannien</i>	1,7	1,6	12,5	17,9	33,8	25,3	17,4	9,7
<i>Übrige⁴</i>	6,1	11,6	19,7	29,6	20,2	24,8	26,6	23,1
Direktinvestitionen								
Kapitalexporte ²	34,1	39,6	53,7	86,0	131,0	154,0	189,3	202,8
USA	15,9	9,6	13,2	18,7	31,0	16,2	31,7	36,4
Japan	2,1	4,3	6,5	14,5	19,5	34,2	44,1	48,0
Europäische Gemeinschaft ³	14,0	20,7	23,1	40,6	62,4	76,0	89,1	96,0
<i>Deutschland</i>	3,0	3,6	4,9	10,0	9,1	11,4	14,2	22,5
<i>Frankreich</i>	1,6	2,9	2,3	5,3	8,8	12,7	18,1	26,6
<i>Großbritannien</i>	6,2	9,3	10,7	17,2	31,4	37,3	35,6	17,5
<i>Übrige⁴</i>	2,1	5,0	10,9	12,2	18,1	27,6	24,4	22,4
Kapitalimporte ⁵	18,4	34,2	33,4	58,7	92,0	120,5	155,0	114,9
USA	6,1	18,6	19,0	34,1	46,9	58,4	72,2	25,7
Japan	0,1	0,3	0,6	0,2	1,2	–0,5	–1,1	1,8
Europäische Gemeinschaft ³	10,6	13,3	12,2	17,1	34,0	49,5	69,8	72,2
<i>Deutschland</i>	1,3	0,8	0,5	1,1	1,9	1,0	6,8	1,5
<i>Frankreich</i>	1,9	2,2	2,2	2,8	4,7	7,2	9,7	8,1
<i>Großbritannien</i>	4,2	5,3	4,7	7,3	14,1	18,3	28,8	31,6
<i>Übrige⁴</i>	1,6	2,0	1,6	7,3	9,9	13,1	14,1	15,2

¹ Teilweise geschätzt. ² Anstieg der Forderungen Gebietsansässiger. ³ Belgien-Luxemburg, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande und Spanien. ⁴ Übrige Zehnergruppe zuzüglich Australien. ⁵ Anstieg der Forderungen Gebietsfremder.
 Quellen: Angaben der einzelnen Länder; IMF, Balance of Payments Statistics.

langfristigen Zinssätze auf D-Mark-Anleihen wandten sich auch deutsche Investoren zunehmend dem Inlandsmarkt zu. Darüber hinaus waren die meisten im letzten Jahr von deutschen Gebietsansässigen erworbenen Auslandsanleihen in D-Mark denominiert, wohingegen in früheren Jahren deren Anteil gewöhnlich unter einem Drittel gelegen hatte.

Die wichtigste Veränderung bei der Struktur der Kapitalzuflüsse für Portfoliozwecke war das abnehmende Interesse an den Finanzmärkten der USA, da die Rezession und ein Rückgang der Zinssätze die Attraktivität der Wertpapiere der USA reduzierten. Tatsächlich verkauften japanische Investoren im letzten Jahr per saldo US-Papiere in der Größenordnung von \$ 16 Mrd., nachdem sie 1989 noch Nettokäufe von über \$ 26 Mrd. getätigt hatten. Die ausländischen Portfolioinvestitionen in Großbritannien ließen ebenfalls über weite Strecken des Jahres 1990 nach, obwohl es zum Jahresende Anzeichen für eine Wiederbelebung gab. Dagegen hielt der 1989 beobachtete höhere Kapitalzufluß nach Deutschland im letzten Jahr an. Jedoch war die Abfolge der Auslandskäufe von deutschen Anleihen ausgesprochen unregelmäßig, da Ausländer, die im ersten Quartal Nettoverkäufer waren, deutsche Staatsanleihen nur im vierten Quartal im großen Umfang erwarben, als die Renditen etwa bei 9% lagen. Die Zuflüsse nach Frankreich nahmen merklich zu.

Verblässende Attraktivität des amerikanischen und britischen Marktes

Direktinvestitionen

Das Bild für die gesamten grenzüberschreitenden Direktinvestitionen ist verworren, weil die Statistik über die Kapitalabflüsse und jene über die Zuflüsse sich widersprechen. Während die gesamten identifizierten Kapitalabflüsse um \$ 13 Mrd. stiegen, nahmen die gemeldeten gesamten Zuflüsse um rund \$ 40 Mrd. ab. Es deutet einiges darauf hin, daß die Zuflüsse in eine Reihe kleinerer Industrieländer, die in der Tabelle auf Seite 95 nicht mit aufgenommen sind, sich im letzten Jahr erhöhten, aber dies würde zur Erklärung der Diskrepanz nicht ausreichen. Obwohl zur Zeit nur unvollständige Daten verfügbar sind, dürften sich die gesamten Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer im letzten Jahr nur wenig verändert haben. Der Hauptgrund für die Diskrepanz scheint eher in den inkonsistenten Erfassungs- und Meldepraktiken zu liegen. Die Behandlung der Investitionen von Auslandsniederlassungen, der Kapitalgewinne und -verluste, der Aktivitäten an Offshore-Bankplätzen und der nichtrepatriierten Gewinne unterscheiden sich alle von Land zu Land.

Widersprüchliche Daten für Direktinvestitionen

Nichtsdestoweniger ist klar, daß Direktinvestitionen in die Europäische Gemeinschaft jene in die USA übertroffen haben. Solche Investitionen sind äußerst zyklisch, so daß die Fortsetzung des Wachstums in Europa, während die USA in die Rezession eintraten, ein wichtiger Grund für diese Umorientierung sein dürfte. Auch wird die Vorbereitung auf den europäischen Binnenmarkt häufig als ein wichtiges Motiv genannt. Doch blieben die Kapitalzuflüsse unter den EG-Mitgliedern ungleich verteilt: Großbritannien wies sogar in der Rezession einen unverhältnismäßig großen Anteil und Deutschland einen vergleichsweise kleinen auf. Die Vereinigung ist noch zu jung, als daß Investitionsmöglichkeiten im Osten Deutschlands ausländische Direktinvestitionen im großen Umfang hätten anziehen können.

Größeres Interesse an der EG

Die Auslandsdirektinvestitionen der USA stiegen im letzten Jahr, aber um deutlich weniger als 1989. Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen Kontinentaleuropas wuchsen erneut kräftig; Frankreich und Deutschland investierten im letzten Jahr zusammen etwa gleichviel wie Japan.

Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite in den Industrieländern

Regel Kapital-
zufluß in Hoch-
inflationenländer

Wie im Jahr 1989 wurden die Leistungsbilanzdefizite der Industrieländer generell durch nichtoffizielle Kapitalzuflüsse finanziert und nicht über eine Beanspruchung der Währungsreserven. Wie in den vorangegangenen Jahren führten hohe nominale Zinssätze in Ländern mit überdurchschnittlicher Inflation erneut zu Kapitalzuflüssen, die zur Finanzierung der umfangreichen Leistungsbilanzdefizite mehr als ausreichend waren.

Die Zuflüsse nach *Italien*, *Schweden* und *Spanien* waren groß genug, um nicht nur die beträchtlichen und sich vergrößernden Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren, sondern auch die Währungsreserven spürbar zu erhöhen (Kapitel VIII erörtert dies genauer). *Frankreich*, inzwischen ein Land mit niedriger

Finanzierung bedeutender Leistungsbilanzungleichgewichte in Industrieländern				
Position	1987	1988	1989	1990
	Milliarden US-Dollar			
USA				
Kapitalbilanz	105,4	92,6	126,8	72,2
davon: Direktinvestitionen	15,8	42,2	40,5	-10,7
Wertpapiere ¹	29,2	38,7	47,6	-21,5
Bankkredite	46,9	13,9	10,5	20,6
Restposten	6,8	- 8,4	22,4	73,0
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	56,9	36,3	-16,8	27,1
Japan				
Kapitalbilanz	-44,8	-64,1	-81,9	-56,7
davon: Direktinvestitionen	-18,4	-34,7	-45,2	-46,2
Wertpapiere	-93,8	-66,7	-28,0	- 5,0
Bankkredite	71,8	44,5	8,6	-13,6
Restposten	- 3,9	2,8	-22,0	-20,9
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	-42,3	-15,5	24,7	20,9
Deutschland				
Kapitalbilanz ³	-22,8	-69,8	-67,3	-40,4
davon: Direktinvestitionen	- 7,2	-10,4	- 7,4	-21,0
Wertpapiere ⁴	- 2,0	-43,7	- 4,9	0,3
Banken, kurzfristig	- 4,1	-10,4	-30,3	- 0,9
Private Nichtbanken, kurzfristig	- 5,7	-12,5	-27,4	-12,0
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	-23,4	19,2	10,0	- 6,9
Großbritannien				
Kapitalbilanz	20,3	28,2	22,2	19,4
davon: Direktinvestitionen	-17,3	-19,0	- 6,8	14,1
Wertpapiere	40,5	7,5	-41,4	-18,8
Bankkredite	0,4	22,1	24,0	13,1
Restposten	- 0,2	13,6	24,7	6,6
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	-13,1	- 0,5	10,4	2,3

¹ Einschl. der vom US-Finanzministerium begebenen Wertpapiere. ² Die Nettowährungsreserven bestehen aus dem Wert der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; ohne Bewertungsänderungen. Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme der Reserven. ³ Einschl. Restposten. ⁴ Einschl. der Schulscheine inländischer öffentlicher Stellen.

Inflationsrate, in dem sich das Leistungsbilanzdefizit im letzten Jahr auch etwas ausweitete, wies ebenfalls nichtoffizielle Zuflüsse auf, die wesentlich größer als das Defizit waren, und die Währungsreserven erhöhten sich beträchtlich.

Die Kapitalzuflüsse über Banken waren im letzten Jahr besonders umfangreich in Ländern mit hohen Zinssätzen. Die hohen Zinsen zogen nicht nur Einlagen von Gebietsfremden in inländischer Währung an, sondern veranlaßten auch Gebietsansässige, Kredite bei Inlandsbanken in Fremdwährungen aufzunehmen. Die Banken begrenzten ihre daraus resultierende offene Fremdwährungsposition, indem sie im Ausland Mittel aufnahmen. Die wichtigsten Merkmale der Entwicklungen der Fremdwährungskredite an Gebietsansässige und der über die Banken geleiteten Kapitalströme werden in Kapitel VI zusammengefaßt.

Der Rückgang der Nettowährungsreserven der USA um \$ 27 Mrd. spiegelt einen Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden anderer Industrieländer um fast \$ 30 Mrd. wider. Das langsame Wachstum in den USA, die stetige Abwertung des Dollars und die Veränderung der Zinsdifferenzen zuungunsten der in Dollar denominierten Finanzaktiva führten zu einem Rückgang der ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen in den USA von rund \$ 142 Mrd. im Jahr 1989 auf weniger als \$ 31 Mrd. im Jahr 1990. Die Verbindlichkeiten der US-Banken stiegen dagegen im letzten Jahr, besonders in der zweiten Hälfte des Jahres, als die Golfkrise zu einer Präferenzverschiebung zugunsten kurzfristiger Finanzaktiva führte. Aufgrund eines Anstiegs der Auslandsinvestitionen durch US-Nichtbanken waren die nichtoffiziellen Kapitalströme per saldo nahezu ausgeglichen. Diese Schätzungen – sie sind vorläufig – implizieren jedoch eine statistische Diskrepanz von rund \$ 73 Mrd., woraus sich, falls die Leistungsbilanz korrekt erfaßt worden ist, schließen läßt, daß die Kapitalzuflüsse im großen Umfang als zu gering angegeben oder die Abflüsse als zu hoch angesetzt wurden.

In Japan übertrafen im letzten Jahr die Abflüsse bei den Direktinvestitionen den Leistungsbilanzüberschuß. Zum ersten Mal seit vielen Jahren waren die japanischen Käufe von ausländischen Wertpapieren kaum höher als der Erwerb japanischer Wertpapiere durch das Ausland: Der Nettoabfluß betrug lediglich \$ 5 Mrd. Die Verschlechterung in der Auslandsposition der Zentralbank ist das Ergebnis eines Verlustes an Währungsreserven von \$ 5½ Mrd. (infolge umfangreicher Interventionen im ersten Quartal, als sich der Yen nahe an seinem Tiefststand befand) und – im Zuge einer Aufstockung des ausländischen Bestands an kurzfristigen Staatspapieren (Schatz- und Finanzierungswechsel) – einer Erhöhung der Verbindlichkeiten um \$ 15 Mrd. Jedoch ergab sich erneut ein sehr hoher statistischer Restposten – mit im Vergleich zu den USA entgegengesetztem Vorzeichen.

Die deutschen Nettodirektinvestitionen im Ausland verdreifachten sich letztes Jahr. Da die Nettokapitalexporte (ohne Währungsbehörden) in Deutschland noch stärker abnahmen als der Leistungsbilanzüberschuß des Landes, stiegen die Nettowährungsreserven um \$ 7 Mrd. nach einem Rückgang im Jahr 1989. Dieser Anstieg ergab sich vornehmlich in Form eines Zuwachses der deutschen Währungsreserven, während sich die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden – die im vorangegangenen Jahr spürbar angestiegen waren – recht moderat erhöhten.

Finanzierung
des US-Defizits
unklar

Nettodirekt-
investitionen
im Ausland über-
steigen Japans
Leistungsbilanz-
überschuß

Deutsche
Nettodirekt-
investitionen
sind halb so
hoch wie der
deutsche
Überschuß

Die Leistungsbilanzen der Entwicklungsländer und ihre Außenfinanzierung

Sinkende
Defizite der
Entwicklungs-
länder

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer verminderte sich im letzten Jahr um fast \$ 18½ Mrd. (s. die folgende Tabelle). Der starke Anstieg des gesamten Außenhandelsüberschusses um über \$ 29 Mrd. erklärt diese Verbesserung mehr als zur Gänze. Wie in Kapitel III erörtert, wich jedoch die Entwicklung des Außenhandels und damit die der Leistungsbilanzen zwischen den verschiedenen Ländergruppen deutlich voneinander ab. Umfangreiche Terms-of-trade-Gewinne trieben die Exporterlöse der Ölexporture in die Höhe. Die meisten Schuldnerländer unter den Ölproduzenten nutzten den gewonnenen Spielraum, um die Importe von ihrem zuvor gedrückten Niveau aus zu erhöhen, so daß sich ihre Leistungsbilanzposition nur wenig verbesserte. Die Golfkrise und der anschließende Krieg schränkten die Einfuhren der Ölexporture des Nahen Ostens beträchtlich ein, was zu deren großen Außenhandelsüberschüssen beitrug. Dagegen hat sich der Außenwirtschaftssaldo der nichtölexportierenden Länder, wenn überhaupt, nur wenig verbessert.

Internationale Leistungsbilanzsalden										
Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo					Kapitalertragsbilanz				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	Milliarden US-Dollar									
Industrieländer	-23,0	-55,5	-50,0	- 78,3	- 92,8	- 5,2	- 7,5	- 8,8	-10,9	- 7,4
Osteuropäische Länder ¹	0,5	9,0	6,1	- 3,0	- 9,5	- 8,0	- 8,4	- 8,1	- 9,0	-10,5
Asiatische Schwellenländer	23,2	30,4	28,5	23,8	14,9	0,1	0,9	3,0	4,3	5,9
Entwicklungsländer	-68,0	-34,9	-52,6	- 43,2	- 25,0	-40,6	-47,4	-51,1	-55,2	-57,2
Ölexporture ²	-32,8	- 8,0	-23,3	- 6,1	6,4	0,4	- 5,6	- 5,0	- 5,7	- 6,9
Nichtölexporture	-35,2	-26,9	-29,3	- 37,1	- 31,4	-41,0	-41,8	-46,1	-49,5	-50,3
Insgesamt ³	-67,3	-51,0	-68,0	-100,7	-112,4	-53,7	-62,4	-65,0	-70,8	-69,2
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Hochverschuldete</i> <i>Länder⁴</i>	-18,7	- 9,6	-12,6	- 9,1	- 9,6	-35,2	-36,5	-39,9	-44,3	-43,8

¹ In konvertibler Währung. ² Länder, deren Ölexporte 1984–86 durchschnittlich mehr als 50% der gesamten Ausfuhren ausmachten.
³ Gleich der weltweiten Diskrepanz. ⁴ Ohne Jugoslawien.
 Quellen: IWF; OECD; UNO; Angaben einzelner Länder; eigene Schätzungen.

Steigende
Kosten des
Schuldendienstes

Das Defizit in der Kapitalertragsbilanz hat sich vornehmlich aufgrund eines Anstiegs der Auslandsschulden von fast 6% um weitere \$ 2 Mrd. ausgeweitet. Der implizite Zinssatz auf die ausstehende Schuld fiel geringfügig von 7½% im Jahr 1989 auf etwas über 7% im letzten Jahr. Wie in den vorangegangenen zwei Jahren lagen die tatsächlichen Zinszahlungen deutlich unter den Zinsfälligkeiten (berücksichtigt in den Leistungsbilanzdaten), wobei die Zinsrückstände sich im letzten Jahr um weitere \$ 12 Mrd. erhöht haben dürften.

Zunehmende
Reserven ...

Die Verringerung der Leistungsbilanzdefizite der verschuldeten Entwicklungsländer (d.h. aller Länder außer den ölexportierenden Ländern mit einer Gläubigerposition) auf \$ 40 Mrd. war im letzten Jahr von einem Anstieg der

Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite (Schätzung) ¹						
Position	Verschuldete Entwicklungsländer ²			Davon: verschuldete ölexportierende Länder		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanzsaldo	-48	-45	-40	-19	-8	-7
Veränderung der Auslandsaktiva (- = Zunahme)	-4	-9	-33	9	-2	-12
Offizielle Reserven	5	-9	-28	12	-3	-6
Sonstige Aktiva	-9	0	-5	-3	1	-6
Außenfinanzierung ³	52	54	73	10	10	19
Kredite öffentlicher Gläubiger	29	29	36	8	10	13
Kredite privater Gläubiger ⁴	10	9	24	-2	-8	1
darunter: Zunahme der Zinsrückstände ⁵	9	15	12	..	..	..
IWF-Kredite	-3	-1	-2	0	2	3
Sonstige Zuflüsse	16	17	15	4	6	2
darunter: Direktinvestitionen ⁵	15	18	19	3	5	5
Nachrichtlich: Veränderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken ⁶	3	-22	-19	-2	-4	-20
¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. ² Ohne asiatische Schwellenländer und größere ölexportierende Länder des Nahen Ostens mit einer Gläubigerposition. ³ Entspricht der Summe des Leistungsbilanzsaldos und der Veränderung der Auslandsaktiva mit umgekehrtem Vorzeichen. ⁴ Einschl. Zinsrückständen. ⁵ Geschätzt und unvollständig. ⁶ Ausgenommen Bankkredite an Offshore-Zentren. Ohne Bewertungsänderungen aufgrund von Wechselkursveränderungen, aber einschl. Schwankungen im Bilanzwert der Bankforderungen aufgrund von Verfahren zum Schuldenabbau oder Vollabschreibungen. Quellen: IMF: World Economic Outlook; BIZ: Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte.						

Außenfinanzierung um \$ 19 Mrd. begleitet (s. die obenstehende Tabelle). Als Folge nahmen ihre Währungsreserven um annähernd \$ 30 Mrd. zu. Dieser Reservenaufrüstung ist größtenteils auf die ölexportierenden Länder sowie China, Malaysia und Thailand zurückzuführen (s. Kapitel VIII). Auch Argentinien wies einen starken Anstieg seiner Reserven auf, wenn auch vornehmlich infolge einer rezessionsbedingten Ausweitung seines Handelsbilanzüberschusses und einer weiteren Zunahme seiner Zinsrückstände. Die zusammengefaßte Reserveposition der Gruppe der kleinen Länder mit niedrigem Einkommen verschlechterte sich hingegen; Indien und die Philippinen erlitten ebenfalls einen starken Rückgang ihrer Reserven.

Anzeichen einer entschlossenen Durchführung von Wirtschaftsreformen in einer Reihe von verschuldeten Ölexportländern haben zu einer Verbesserung ihrer Außenfinanzierungssituation beigetragen. Obwohl die Kredite öffentlicher Gläubiger die wichtigste Quelle der Außenfinanzierung blieben, waren diese Länder im letzten Jahr in der Lage, sich die internationalen Kapitalmärkte zu erschließen. Der Zugang zu „spontanen“ Bankkrediten verbesserte sich ebenfalls. Im zweiten Halbjahr 1990 erhielten Kamerun und Mexiko neue Kredite von den an die BIZ berichtenden Banken, während die Kreditvergabe an Indonesien

... und verbesserter Zugang der Reformländer zu Auslandskapital ...

von \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1989 auf über \$ 5 Mrd. im letzten Jahr anstieg. Darüber hinaus gelang es Mexiko und Venezuela nach fast einem Jahrzehnt der Abwesenheit, sich wieder Zugang zum internationalen Anleihemarkt zu verschaffen, obgleich sie nur geringe Beträge aufnahmen. Ebenso scheinen sich in jüngster Zeit die nichtschuldenwirksamen Kapitalzuflüsse in diese Länder erhöht zu haben, da sich die Kapitalbeteiligungen des Auslands in Mexiko, Indonesien und Venezuela erhöht haben. Darüber hinaus nutzten eine Reihe von einheimischen Unternehmen die Politik der Wirtschaftsreform und Privatisierung, um erfolgreich im Ausland Aktien zu emittieren.

... jedoch weiterhin Schwierigkeiten für die meisten Länder

Von den nichtölexportierenden Ländern erlangte eine Reihe von lateinamerikanischen Staaten wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und erhielt auch in gewissem Umfang Mittel von Banken. Die meisten anderen Entwicklungsländer außerhalb Asiens sahen sich jedoch weiterhin ernsthaften Finanzierungsschwierigkeiten gegenüber. In vielen Fällen konnte der Bedarf nur mittels Krediten aus offiziellen Quellen oder durch eine weitere Erhöhung der Zinsrückstände gedeckt werden, die nunmehr auf rund \$ 40 Mrd. gestiegen sind.

V. Inländische Finanzmärkte

Schwerpunkte

Während die Aktienkurse im Jahr 1990 im allgemeinen fielen, zeigten sich die langfristigen Zinsen am Jahresende kaum verändert bzw. lagen leicht höher. Der Ölpreis war insofern ein maßgeblicher Bestimmungsgrund für die globale Marktentwicklung, als die Anleihemärkte sich auf die daraus möglicherweise resultierenden inflationären Auswirkungen konzentrierten, während die Aktienmärkte die Ölpreisentwicklung als Schlüsselfaktor für die Wahrscheinlichkeit einer weltweiten Rezession anzusehen schienen. Eine Erholung der Märkte setzte im vierten Quartal 1990 ein und beschleunigte sich in den ersten Monaten des Jahres 1991. In einer Reihe von Ländern gaben die Immobilienpreise angesichts der abflauenden Konjunktur deutlich nach.

Eine Reihe von Entwicklungen in der Berichtsperiode könnten für die Finanzmärkte bleibende Auswirkung haben. Die erhebliche Kurskorrektur auf dem japanischen Aktienmarkt hatte bedeutende Konsequenzen für die Finanzinstitute und die internationalen Kapitalströme. Ferner könnten sich daraus für Unternehmen bei der Fälligkeit von eigenkapitalbezogenen Anleihen Probleme hinsichtlich der Refinanzierung ergeben. Die allgemeine Konjunkturabschwächung hat die Krisenanfälligkeit mancher Bereiche des Finanzsektors vor Augen geführt. Die Wertpapierhäuser an den führenden Finanzplätzen mußten im letzten Jahr Verluste oder zumindest deutliche Rückgänge ihrer Gewinne hinnehmen. In den meisten Ländern sahen sich auch die Banken erheblichen Ertragseinbußen bzw. nur geringen Zuwächsen, ausgehend von einem bereits ohnehin relativ gedrückten Niveau, gegenüber. Finanzielle Probleme waren in Bereichen des Finanzsektors in den USA und Norwegen weitverbreitet, während die Probleme in Australien, Schweden und Japan enger begrenzt blieben.

Mehrere Entwicklungen im Zusammenhang mit der lang andauernden wirtschaftlichen Aufschwungsphase haben zur gegenwärtigen Schwäche im Finanzsektor beigetragen: das Ausmaß der Schwankungen der Aktienkurse und Immobilienpreise und die Zunahme der entsprechenden Risikopositionen der Banken, der Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors und die erhebliche Expansion des Finanzdienstleistungsmarktes im Gefolge von Finanzinnovationen und der Liberalisierung der Finanzmärkte. Einige Bereiche des Finanzsektors stehen nun vor der Notwendigkeit einer Konsolidierung.

Die Liberalisierung der Finanzmärkte wird allem Anschein nach weiter fortschreiten. In den Vereinigten Staaten hat das Finanzministerium kürzlich einen Plan vorgelegt, der eine Beseitigung der für das Interstate Banking geltenden Beschränkungen vorsieht und den Aktionsradius der Banken wesentlich erweitert. In Japan werden demnächst Vorschläge erwartet, die die Aufweichung der Barrieren zwischen den Marktsegmenten innerhalb des Finanzsektors vor-

antreiben sollen, während die Deregulierung der Einlagenzinsen weiter fort-schreitet. Wie im letzten Jahresbericht erörtert wurde, schärfte in der Europäi-schen Gemeinschaft die Verabschiedung der Zweiten Bankrechts-Koordinie-rungsrichtlinie im Dezember 1989 und damit in Zusammenhang stehender Rechtsnormen im Frühjahr 1990 die Konturen des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Frankreich und Italien im letzten Jahr war ein bedeutender Schritt zu seiner Vollendung.

Vor diesem Hintergrund erlangt der Ausbau der Finanzmarktaufsicht be-sondere Bedeutung. Der vom amerikanischen Finanzministerium vorgelegte Plan umfaßt Vorschläge für eine Reform der aufsichtsrechtlichen Regelungen. Auf internationaler Ebene hat der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht Anfang 1991 einen Vorschlag zur Klarstellung der Eigenkapitaldefinition, wie sie in der Vereinbarung über Eigenkapitalstandards der Banken von 1988 enthalten ist, unterbreitet; derzeit wird an einer Ausweitung der Eigenkapitalunterle-gungspflicht für Marktrisiken gearbeitet. Im Berichtszeitraum wurden weitere Schritte unternommen, um die Koordination zwischen Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden zu verbessern.

Entwicklung der langfristigen Zinsen

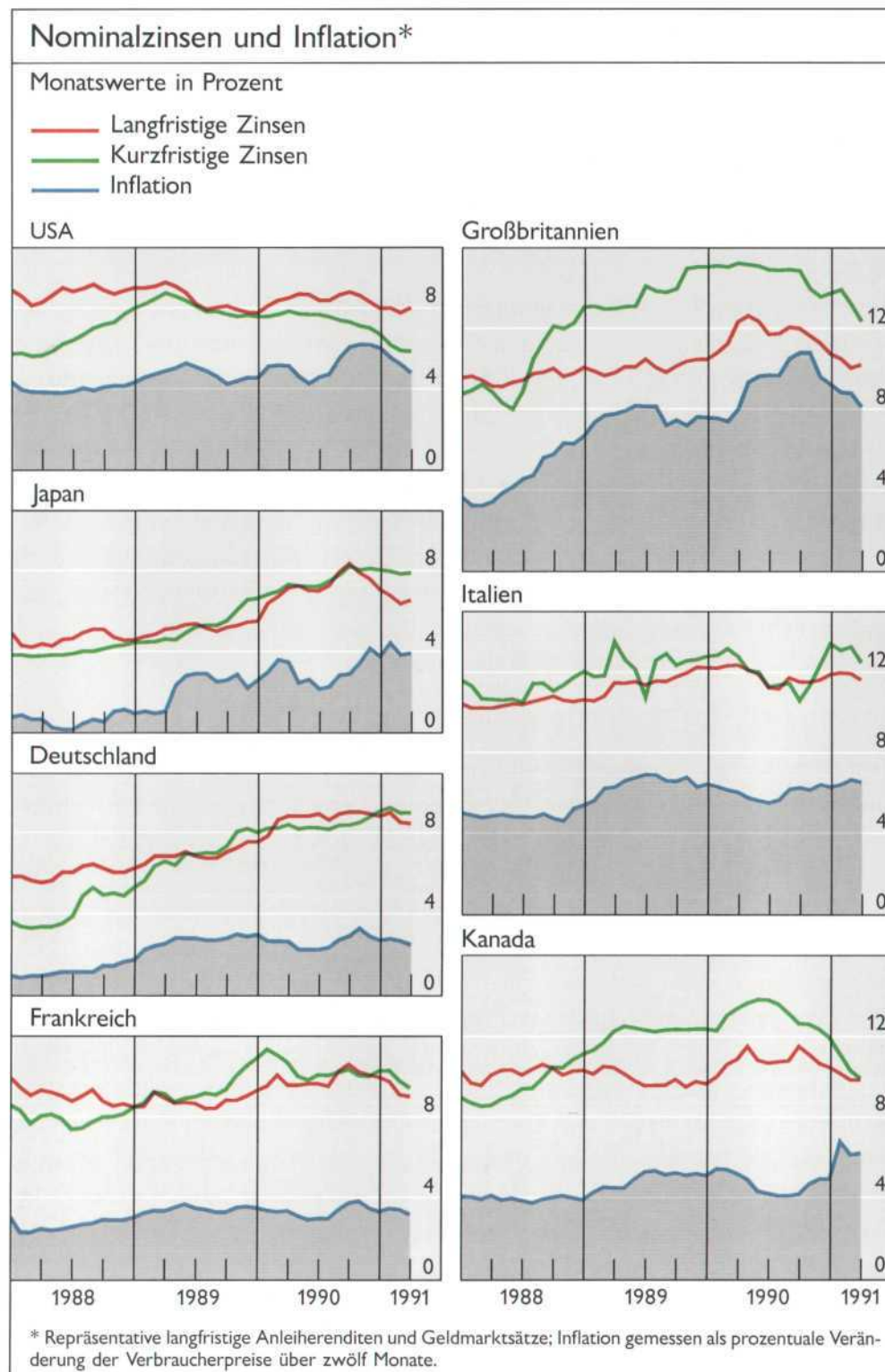
Trotz erheblicher Bewegungen im Jahresverlauf waren die langfristigen Zinsen am Jahresende 1990 gegenüber Jahresbeginn auf praktisch allen Märkten unver-ändert oder nur unwesentlich höher. Im ersten Quartal 1991 änderte sich dies, als die Zinssätze generell fielen.

Allgemeines
Zinsgefüge im
Berichtszeitraum

Die langfristigen Zinsen verzeichneten Anfang 1990 zunächst einen An-stieg; in der Folge gaben sie in den USA und in Großbritannien wieder nach, während sie in Japan und Deutschland auf dem erreichten Niveau verharrten. Der Ölpreisschub im Gefolge der Invasion Kuwaits im August fachte die Infla-tionsängste an und drückte erheblich auf die Anleihekurse, wobei die langfristi-gen Renditen an den wichtigsten Märkten um 50 bis 150 Basispunkte anzogen. Im vierten Quartal blieben die Zinssätze in Deutschland und der Schweiz stabil, in Belgien und Frankreich gaben sie etwas nach, und in den Vereinigten Staaten, Japan und Großbritannien fielen sie kräftig. Im ersten Quartal 1991 sanken die Sätze überall mit Ausnahme der Vereinigten Staaten, wo sie sich nur wenig ver-änderten.

Weit verbreite-
ter Zinsanstieg
Anfang 1990

Der Rückgang der Anleihekurse in Japan, Großbritannien und Deutschland gegen Jahresende 1989 und Anfang 1990 ging weitgehend auf eine restriktive Geldpolitik und Inflationserwartungen zurück. In Großbritannien reagierten die langfristigen Zinssätze auf die Wirtschaftsdaten für das vierte Quartal 1989, die auf eine lebhaftes gesamtwirtschaftliche Nachfrage und eine sich beschleunigen-de Inflation hindeuteten, mit einem steilen Anstieg. In Deutschland zogen An-fang 1990 die Zinssätze an, da eine restriktive Geldpolitik in Verbindung mit einem robusten Wirtschaftswachstum und der bevorstehenden Währungsunion mit der DDR einen Zinsanstieg erwarten ließen. Der Rückgang der Anleihe-kurse in Japan war das Ergebnis einer zunehmend straffen Geldpolitik und einer grundlegenden Erwartungsänderung der Investoren, da die Zügel der



Geldpolitik nicht einmal gelockert wurden, als die Kurse an der Aktienbörse nach unten sackten. Der Anstieg der Zinsen auf dem amerikanischen Markt beruhte teilweise auf der erheblichen Inanspruchnahme des Anleihemarktes durch die Regierung, die damit unter anderem die Kosten für die Schließung zahlungsunfähiger Spar- und Darlehensbanken finanzierte, und auf der nachlassenden ausländischen Nachfrage nach amerikanischen Anleihen angesichts des

schrumpfenden Renditevorsprungs gegenüber ausländischen Titeln. Es kam auch die Erwartung auf, daß die Zinsen steigen werden, da die Angst vor einer Rezession verebbte und sich bei den Anlegern die Ansicht durchsetzte, die amerikanische Wirtschaft befinde sich kurz vor einer „weichen Landung“.

Anschließend
Zinsrückgang in
den USA und
Großbritan-
nien ...

Im Verlauf des zweiten Quartals ließen Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten und Großbritannien zurückgehen. Die US-Zinsen erreichten im Mai anläßlich der Veröffentlichung ungünstiger Beschäftigungs- und Autoabsatzzahlen einen Höhepunkt und fielen in der Folge bis in den Sommer hinein, da der Markt zunehmend an eine Wirtschaftsverlangsamung und eine leichte Lockerung der Geldpolitik glaubte. In Großbritannien begannen die Zinsen im zweiten Quartal trotz enttäuschender Werte bei den Lohn- und Einzelhandelspreissteigerungen nachzugeben, als Gerüchte über einen Eintritt des Pfund Sterling in den EWS-Wechselkursverbund Anlaß zu einer Neueinschätzung des mit dieser Währung verbundenen Wechselkursrisikos gaben.

... und einigen
Ländern des
EWS-Wechsel-
kursmechanismus

Im zweiten Quartal fielen die langfristigen Sätze in den EWS-Mitgliedsländern, und zwar vor allem in Italien, Frankreich und Belgien, so daß sich der Zinsvorsprung gegenüber den deutschen Sätzen verringerte. Das flachere Zinsgefälle spiegelte zum Teil die Annäherung bei den Inflationsraten wider. Die kräftigen Kursgewinne auf dem italienischen Anleihemarkt im ersten Halbjahr 1990 sind auf die lebhaftere ausländische Nachfrage zurückzuführen, die als Antwort auf das verringerte Wechselkursrisiko nach dem Eintritt der Lira in das enge EWS-Interventionsband im Januar 1990 und infolge der erhöhten Marktliquidität seit Einführung eines Bildschirmhandelssystems stark anstieg.

Reaktion
auf die Golfkrise

Die Golfkrise löste an den Anleihemärkten weltweit einen scharfen Preisverfall aus, da die Ölpreissteigerungen die Inflationsängste verstärkten. Die langfristigen Renditen zogen an den meisten Märkten um 50 bis 150 Basispunkte an, wobei die stärksten Steigerungen in einigen Volkswirtschaften mit an sich günstigen Inflationsaussichten erfolgten. In den Ländern des EWS-Wechselkursverbunds löste die Golfkrise eine vorübergehende Ausweitung des Zinsabstands zu den deutschen Sätzen aus, eine Entwicklung, die wahrscheinlich die traditionell hohe Glaubwürdigkeit der deutschen Geldpolitik und die erhöhte Attraktivität Deutschlands für Investoren als Alternative zu den USA und der Schweiz widerspiegelte.

Bis Ende September hatten die langfristigen Zinsen in vielen Ländern ihren Höhepunkt erreicht, und im vierten Quartal fielen sie an den meisten Märkten, nicht jedoch in Italien, der Schweiz und Deutschland. Die US-Zinsen gaben erheblich nach, als der geldpolitische Kurs angesichts der Verschlechterung der amerikanischen Wirtschaftslage gelockert wurde. Die Kursgewinne am japanischen Anleihemarkt im vierten Quartal kamen für viele unerwartet. Vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums, einer verlangsamten Geldmengenexpansion und eines nachlassenden Abwertungsdrucks auf den Yen infolge des Rückgangs der amerikanischen Zinssätze erwarteten die japanischen Investoren eine gewisse Lockerung der Geldpolitik. Obwohl die japanische Zentralbank diesen Erwartungen durch Stellungnahmen entgegentrat, gaben sie den Anleihekursen weiterhin Auftrieb. Die deutschen und schweizerischen Sätze blieben im gesamten vierten Quartal unter dem Einfluß

des Inflationsdrucks im Inland und des daraus folgenden restriktiven Kurses der Geldpolitik fest.

Innerhalb des EWS-Wechselkursverbunds gingen die langfristigen Zinsen in Frankreich und Belgien zurück. Ihr Vorsprung gegenüber entsprechenden deutschen Sätzen verringerte sich ab Ende Oktober, und am Ende des ersten Quartals 1991 lagen sie unter ihrem Niveau vor der Golfkrise, wobei sich der französische Zinsvorsprung in dieser Zeit um beinahe 100 Basispunkte zurückbildete. Ein Großteil der im Spätsommer zu beobachtenden Ausweitung der Zinsabstände ging bis Oktober wieder verloren, als sich die Öl- und Anleihemärkte wieder stabilisierten, da die von der Golfkrise ausgelösten Inflationsängste abklungen.

Verringerung der
Zinsdifferenzen
im Wechselkurs-
verbund

Die deutschen langfristigen Sätze begannen Anfang 1991 wieder nachzugeben; sie spiegelten niedrigere Inflationserwartungen wider, da die Antiinflationspolitik der Notenbank durch ein Anheben der Leitzinsen unterstrichen wurde. Überdies führten die geplanten Steuererhöhungen dazu, daß die Schätzungen über das Haushaltsdefizit nach unten revidiert wurden. Die Zinssätze in den anderen Ländern des EWS-Wechselkursverbunds folgten jenen auf dem deutschen Markt. In Japan fielen die langfristigen Zinsen bis März etwas, stiegen dann aber wieder unter dem Druck des schwachen Yen. In den Vereinigten Staaten gaben die langfristigen Zinssätze bis Mitte Februar leicht nach; der nachfolgende erneute Anstieg erfolgte aufgrund offensichtlich veränderter Inflationserwartungen im Lichte einer weiteren Lockerung der Geldpolitik und der Veröffentlichung von Zahlen, die auf eine unvorhergesehene Hartnäckigkeit der „Kern“-Inflation hinwiesen. In Großbritannien fielen die Marktzinsen um rund 100 Basispunkte, bevor sich der Abwärtstrend Mitte Februar umkehrte.

Genereller
Rückgang 1991

Entwicklung der Aktienmärkte

An fast allen Aktienmärkten gingen die Kurse letztes Jahr zurück. Angesichts des Einmarsches in Kuwait mußten alle Märkte erhebliche Kursverluste hinnehmen; allerdings waren die Kurse in Japan, Taiwan und Südkorea bereits einige Zeit vorher empfindlich zurückgegangen. Die Golfkrise führte anfänglich nicht nur zu einer Verdoppelung der Ölpreise, sondern auch zu erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit und trug damit weiter zur Schwächung der amerikanischen und britischen Wirtschaft bei. Gegenüber Ende Juli fielen die Aktienindizes im August und September im Durchschnitt um beinahe 25%. Obwohl im vierten Quartal in vielen Ländern eine Markterholung einsetzte, erreichte mit Ausnahme von Südkorea kein Markt bis Jahresende das vor der Invasion bestehende Kursniveau. Mit dem Ausbruch der kriegesischen Handlungen Mitte Januar 1991 erholten sich die Aktienmärkte weltweit, da sich Ölpreise und langfristige Zinsen entspannten und die wirtschaftliche Unsicherheit wich.

Kurs-
veränderungen
auf breiter Front

Die Kursentwicklung an den Aktienmärkten in der Berichtsperiode kann teilweise so interpretiert werden, daß „Fundamentaldaten“, d.h. eine realistische Einschätzung der längerfristigen Aktienrendite im Vergleich zum Ertrag alternativer Anlagen, stärkere Beachtung fanden. Eine Kurskorrektur am japanischen und taiwanesischen Aktienmarkt war aus diesen Gründen bereits vorhergesehen worden, weshalb das Ausmaß des Kursverfalls nicht direkt auf spezifi-

Entwicklung der Aktienkurse weltweit*						
Land	1990				1991	Ende Dezember 1990 bis Ende April 1991
	Anfang August	Ende August	Ende September	Ende Dezember	Ende April	
	Ende 1989 = 100					Veränderung in Prozent
Australien	96	91	85	78	93	19,9
Belgien	97	87	77	77	89	16,3
Deutschland	106	91	74	78	88	13,5
Frankreich	95	84	75	75	87	16,1
Großbritannien	97	89	82	88	103	16,0
Hongkong	122	109	97	107	127	18,6
Italien	105	91	81	75	84	11,5
Japan	78	69	55	60	68	13,2
Kanada	91	85	80	82	88	7,3
Niederlande	101	87	78	79	81	2,1
Schweden	105	92	72	69	82	19,5
Schweiz	106	90	77	75	89	18,4
Singapur	105	86	74	78	105	34,6
Spanien	99	87	71	75	92	22,8
Südkorea	76	68	66	77	71	-7,4
Taiwan	67	42	31	47	68	44,6
USA	101	91	87	93	106	13,7

* USA: Standard-and-Poor's-500-Index; Japan: Tokio-TOPIX-Index; Großbritannien: Financial-Times-100-Index; Deutschland: Commerzbank-Index, Frankfurt; Frankreich: CAC-Gesamtindex; übrige Länder: sonstige repräsentative Indizes.
Quellen: Aktienbörsen der einzelnen Länder.

sche wirtschaftliche Faktoren zurückzuführen ist. Auch die weltweiten Kursverluste im Gefolge der Invasion in Kuwait waren – im Unterschied zu den globalen Kurseinbrüchen 1987 und 1989 – eindeutig „fundamental“ begründet, ebenso wie die darauf folgenden Kursgewinne Ende 1990 und Anfang 1991.

Dennoch mag rückblickend gesehen das Ausmaß der Marktreaktionen auf manche dieser Entwicklungen nicht ganz verständlich erscheinen. Die Aktienmärkte reagierten auf den Ölpreisschock von 1990 heftiger als auf alle vorhergehenden, obwohl er am wenigsten ausgeprägt war. In ähnlicher Weise erscheint die nach dem Rückgang der Ölpreise beobachtete Kurserholung in einigen Ländern unverhältnismäßig, wenn man die anderen Unsicherheiten, die die wirtschaftlichen Aussichten Anfang 1991 trübten, in Betracht zieht.

Das abgelaufene Jahr eröffnete mit erheblichen Korrekturen bei den japanischen Aktienkursen. Von seinem Höchststand am 29. Dezember 1989 fiel der Markt um nahezu 30%, bevor Anfang April eine bescheidene Erholung einsetzte. Das Ausmaß des Kursverfalls kann nicht so einfach auf eine bestimmte wirtschaftliche Ursache zurückgeführt werden. Trotz einer restriktiveren Geldpolitik und steigender inländischer Zinsen war der reale Sektor der Wirtschaft nach wie vor robust.

Der starke Rückgang der japanischen Aktienkurse beeinträchtigte die

Erhebliche
Korrekturen
in Japan ...

Erwartungen der Verbraucher, hatte aber wenig Auswirkungen auf die inländische Nachfrage, die den Sommer hindurch lebhaft blieb. Auch griff der japanische Kurssturz – im Unterschied zu dem vom amerikanischen Markt im Oktober 1989 ausgelösten „Mini-Crash“ – nicht auf die anderen Aktienmärkte über. Indes wäre es falsch zu sagen, er hätte keine Auswirkungen gehabt. Als Reaktion auf die erheblichen Kursverluste bei inländischen Aktienwerten und auf das geringere Renditegefälle zwischen den USA und Japan ließ das Interesse japanischer Investoren an amerikanischen Anleihen erheblich nach; ihr Nettoerwerb ging im ersten Quartal 1990 deutlich zurück, und im zweiten Quartal gaben sie per saldo in großem Stil Anleihen an den Markt ab. Diese Entwicklung fiel mit einem starken Anstieg der amerikanischen Anleiherenditen und einer erhöhten Zinsvolatilität zusammen.

Der Kursrückgang der japanischen Aktienwerte könnte längerfristige Auswirkungen sowohl für die Finanzinstitute als auch die Wirtschaftsunternehmen in Japan haben. In der Phase steigender Aktienkurse hatten sie erhebliche Volumina an eigenkapitalbezogenen Schuldinstrumenten wie Wandelanleihen und Optionsanleihen begeben. Nach dem Kurssturz der Aktienwerte im Jahr 1990 ist der Anreiz für Investoren wohl zurückgegangen, bei Fälligkeit von der Umwandlungsoption in Anteilskapital Gebrauch zu machen. Man schätzt, daß bis Ende 1994 ein Volumen von etwa Yen 20 Bio. an derartigen Anleihen fällig wird, wobei der Schwerpunkt im Jahr 1993 liegt. Wenn sich der japanische Aktienmarkt nicht erholt, könnte das anfallende Refinanzierungsvolumen ein wichtiger Faktor der zukünftigen Zinsentwicklung werden.

Auch der taiwanesishe und der südkoreanische Aktienmarkt litten im Verlauf des Jahres 1990 unter extremen Kursschwankungen und -korrekturen. In Taiwan stürzte der Aktienindex von seinem Höchstwert Mitte Februar bis zu seinem Tiefstand Anfang Oktober um nicht weniger als 80%, ein Rückgang, der dem Eineinhalbfachen des Bruttosozialprodukts von 1989 entspricht. Der südkoreanische Markt brach gegenüber dem Niveau von Ende 1989 um beinahe 40% ein, bevor er Mitte September eine Talsohle erreichte. Bis zum 1. August hatte der taiwanesishe Markt bereits Kurseinbußen von über 40%, der südkoreanische solche von etwa einem Viertel hinter sich. In Taiwan wurde der Kurssturz durch eine restriktivere Geldpolitik im Umfeld eines sich verlangsamenden, gleichwohl aber noch immer mehr als 5% betragenden Wachstums ausgelöst. Der vorhergehende Kursaufschwung war vor dem Hintergrund hinaufschnellender Immobilienpreise durch massive Kreditaufnahmen gegen hypothekarische Sicherheiten genährt worden. In Südkorea war man trotz steigender Wachstumsraten und einer nicht restriktiven Geldpolitik besorgt, ob das rasche wirtschaftliche Wachstum aufrechterhalten werden könne, da sich die Leistungsbilanz verschlechterte und die Inflation stieg.

Obwohl die meisten Prognosen besagen, daß die Auswirkungen der Ölpreissteigerung auf die Realwirtschaft relativ gemäßigt sein würden (s. Kapitel II), reagierten die Aktienmärkte auf den Ölpreisschock von 1990 offensichtlich heftiger als in allen früheren Phasen größerer Preisbewegungen (s. die Tabelle auf S. 110). In den drei Fällen zuvor stimmte die Reaktion der wichtigsten Aktienmärkte in ölimportabhängigen Ländern im großen und ganzen mit dem Grad der Abhängigkeit dieser Länder zum Zeitpunkt des Preisschocks überein.

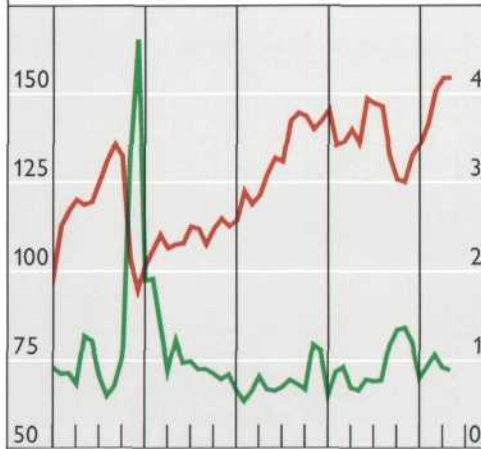
... Taiwan
und Südkorea

Aktienkurse
reagieren kräftig
auf die
Golfkrise ...

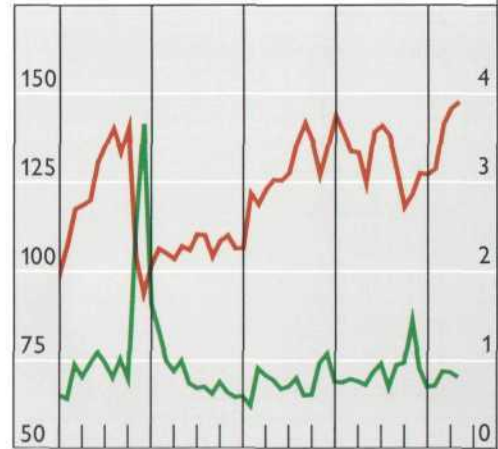
Aktienkurse und Ertragsvariabilität

— Kurse¹ (linke Skala)
— Ertragsvariabilität² (rechte Skala)

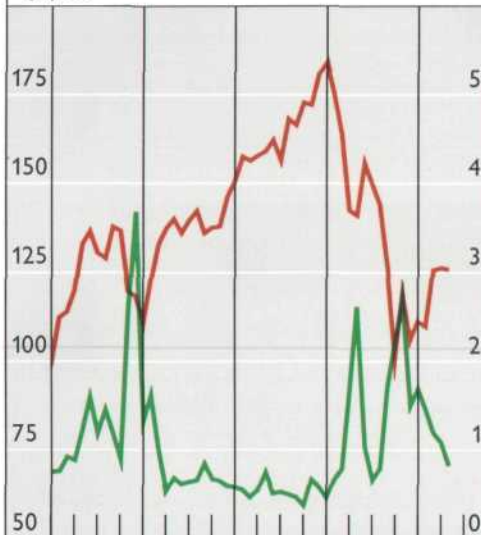
USA



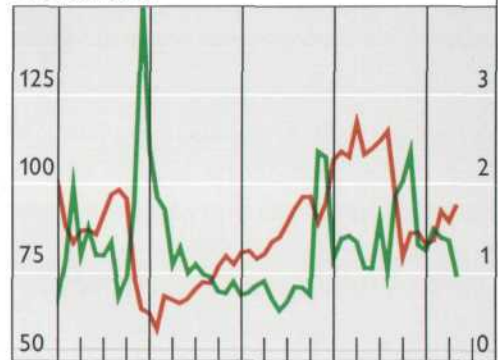
Großbritannien



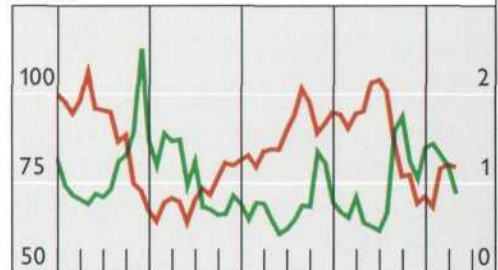
Japan



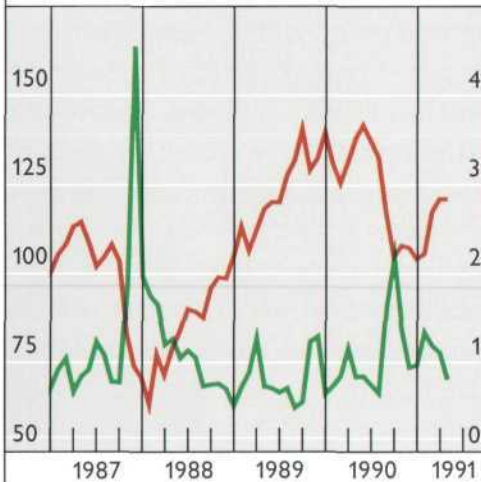
Deutschland



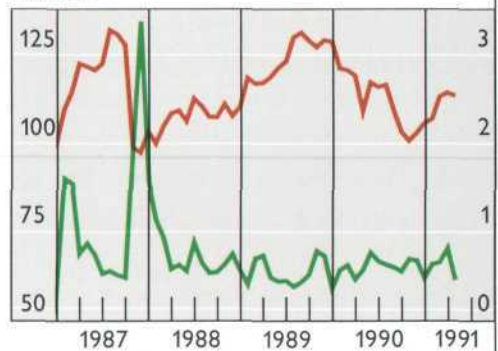
Italien



Frankreich



Kanada



¹ Monatsendwerte, Dezember 1986 = 100. Zur Beschreibung der verwendeten Indizes s. die Tabelle auf S. 107. ² Variabilität berechnet als Monatsschätzung der Standardabweichung täglicher Prozenterträge.

Aktienkursreagibilität auf Ölpreisänderungen und Ölimportabhängigkeit				
Land	1974	1979	1986	1990
USA				
Elastizität	−0,03	−0,12	−0,18	−0,21
Ölimportabhängigkeit	0,6	2,0	1,4	1,0
Japan				
Elastizität	−0,05	−0,06	−0,18	−0,45
Ölimportabhängigkeit	2,0	3,2	4,2	1,5
Deutschland				
Elastizität	−0,04	−0,10	−0,35	−0,47
Ölimportabhängigkeit	1,8	3,1	5,0	1,7
Frankreich				
Elastizität	−0,06	0,04	−0,37	−0,36
Ölimportabhängigkeit	1,8	2,5	4,6	1,7
Anmerkung: Die Elastizität wird als monatliche prozentuale Veränderung des repräsentativen Aktienindex relativ zu jener des Heizölpreises im Durchschnitt ausgewählter Monate ermittelt. Die Ölimportabhängigkeit wird an den Ölimporten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts vom Vorjahr gemessen.				
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.				

Außer im Falle Frankreichs im Jahr 1979 war eine stärkere Ölimportabhängigkeit im allgemeinen mit einer höheren Aktienkursreagibilität (definiert als Verhältnis zwischen der prozentualen Veränderung des Aktienindex und des Ölpreises) verbunden. 1990 entsprach insofern nicht dieser Regel, als die Märkte trotz deutlich verringerter Ölabhängigkeit überaus empfindlich reagierten.

Es gibt eine Reihe von Hinweisen, daß die Aktienmärkte während der Golfkrise ihre Aufmerksamkeit auf die Entwicklungen am Ölmarkt richteten. Die Zunahme der Aktienkursvolatilität war im allgemeinen in den ölimportabhängigeren Ländern, wie Japan, Deutschland und Frankreich, größer (s. die Grafik auf S. 109). Außerdem weisen statistische Untersuchungen darauf hin, daß die Aktienkursreagibilität auf Ölpreisänderungen anstieg, als die Feindseligkeiten offen ausbrachen, wie aus der folgenden Grafik ersichtlich ist. Die Grafik zeigt Schätzungen auf der Basis gleitender Stichproben der täglichen Veränderung des Ertrags einer Aktienanlage im Vergleich zum Ertrag eines Öl-Futures-Kontrakts, wobei diese an der Korrelation zwischen dem Ertrag eines Aktienindex und dem eines einmonatigen Brent-Öl-Terminkontrakts gemessen wurde. Es ist klar zu erkennen, daß die Aktienmärkte vor der Invasion Kuwaits den Entwicklungen auf dem Ölmarkt keine allzu große Bedeutung beimaßen. Vor August bewegten sich die Korrelationskoeffizienten um Null – ein Indiz dafür, daß kein klarer Zusammenhang bestand. Die Reagibilität der Märkte gegenüber den Ölpreisen erhöhte sich durch die Invasion und stieg mit dem Ausbruch der kriegerischen Handlungen Mitte Januar weiter an. In dem Maße, in dem die Anleger hinsichtlich des Ausgangs des Konflikts sicherer wurden, schienen die Aktienmärkte das Interesse an der Entwicklung des Ölpreises zu verlieren, da die Korrelationskoeffizienten zu dem Verlaufsmuster vor der Invasion zurückkehrten.

Weitgehend als Folge der verstärkten Aufmerksamkeit gegenüber Ölpreisbewegungen verzeichneten die Weltaktienmärkte im neuen Jahr in Anbetracht

... da Ölpreisentwicklung im Mittelpunkt



Märkte
gewannen 1991
Terrain zurück

merklich fallender Ölpreise einen starken Anstieg. In einer Reihe von Ländern, darunter die Vereinigten Staaten und Großbritannien, setzte eine Erholung der Aktienkurse, unterstützt durch fallende Zinsen, bereits im vierten Quartal 1990 ein. Die Kursgewinne zu Beginn des Jahres 1991 erfolgten trotz einer ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung in einer Reihe von Ländern. Anfang März 1991 erreichten breit definierte Marktindizes in den USA und Großbritannien trotz der Rezession einen Rekordstand.

Die Umstrukturierung des Finanzgewerbes

Ertrags- und Finanzkraft: Neuere Entwicklungen

Das vergangene Jahr war für die Finanzinstitute eine schwierige Zeit. Die Gewinne waren vielerorts und in zahlreichen Sparten des Finanzgewerbes rückläufig. In einigen Fällen ging die Ertragsschwäche mit finanziellen Schwierigkeiten einher. Wieweit die einzelnen Institute davon betroffen waren, hing von verschiedenen Faktoren ab: ihren Geschäftsfeldern, dem Ort ihrer Geschäftstätigkeit, den makroökonomischen Gegebenheiten im jeweiligen Land und den Besonderheiten des konkreten finanziellen Umfelds. Es bestehen jedoch kaum Zweifel, daß allgemeine und länger wirkende Kräfte am Werk waren.

Wertpapierhäuser und Investmentbanken gehörten zu den Instituten, die die schlechtesten Betriebsergebnisse erzielten. Die der New Yorker Aktienbörse und der Internationalen Aktienbörse in London angehörenden Mitgliederinstitute wiesen insgesamt gesehen einen Verlust auf. In den USA war dies das erste Mal seit den frühen siebziger Jahren, in Großbritannien das zweite Mal seit dem „Big Bang“ Ende 1986. Berichten zufolge verzeichneten auch viele

Letztes Jahr
schwierig für ...

... Wertpapier-
häuser...

Brokerfirmen in Paris Verluste. In Japan sanken die Erträge der Wertpapierhäuser zwischen April und September 1990 gegenüber dem Vorjahr um über 60% – der stärkste Rückgang seit 1974.

Vollständige Informationen über die Geschäfts- und Ertragsentwicklung in den einzelnen Bankensystemen im Jahr 1990 liegen im allgemeinen noch nicht vor. Aus den Stichproben von Betriebsergebnissen großer Institute und aus anderen Hinweisen kann jedoch geschlossen werden, daß sich die Ergebnisrechnung bei den Banken tendenziell verschlechterte. Hohe Wertberichtigungen auf notleidende Inlandskredite und der Druck auf die Zinsspannen waren hierfür in erster Linie verantwortlich (s. die folgende Tabelle). Die im Wertpapiergeschäft tätigen Banken wurden auch durch den Kursverfall an den Aktienmärkten getroffen.

Auf der einen Seite gibt es Länder wie die Vereinigten Staaten und Norwegen, wo finanzielle Anspannungen allgemein erkennbar waren. Sie machten das Eingreifen der Aufsichtsbehörden notwendig, um eine Ausweitung instabiler Verhältnisse im Finanzsystem zu vermeiden, und boten Anlaß, eine Neuordnung der Strukturen und Vorschriften der Bankenaufsicht, insbesondere die Stärkung der Einlagensicherung im Bankgewerbe, zu prüfen bzw. in Angriff zu nehmen.

In den USA, wo die Sanierung des Verluste machenden Sparbankensektors fortgesetzt wurde, blieb 1990 die Zahl der Bankzusammenbrüche hoch. Eine große Regionalbank wurde im Januar 1991 für zahlungsunfähig erklärt. Die Ertragsspanne im gesamten Bankgewerbe war ebenso niedrig wie 1989. Bei den

... und Banken

Weitverbreitete Ertragsschwäche in den USA ...

Ertragslage der Großbanken 1989 und 1990 ¹							
Land	Anzahl der Banken	Ertragsspanne ²		Wertberichtigungen		Zinsspanne	
		1989	1990	1989	1990	1989	1990
		Prozent					
USA	15	0,90	0,73	1,35	0,90	3,08	2,95
<i>bereinigt</i> ³		1,67	0,78	0,57	0,86	3,08	2,95
Japan ^{4, 5}	12	0,82	0,58	0,07	0,22	0,96	0,78
Deutschland ⁶	3	0,89	0,91	n.v.	n.v.	1,97	2,04
Frankreich ^{4, 5}	6	0,55	0,42	0,53	0,57	2,42	2,24
Großbritannien	4	0,04	0,51	1,81	1,05	3,25	3,00
<i>bereinigt</i> ³		1,32	0,51	0,53	1,05	3,25	3,00
Kanada ⁵	6	0,83	1,34	1,20	0,37	3,40	3,13
<i>bereinigt</i> ³		1,78	1,32	0,24	0,39	3,40	3,13
Australien ⁵	4	1,67	1,03	0,70	1,06	3,77	3,50
Finnland	3	0,44 ⁷	0,35 ⁷	0,33	0,42	1,58	1,65
Niederlande	3	0,61	0,57	n.v.	n.v.	2,11	2,08
Norwegen	4	0,26 ⁷	-1,05 ⁷	1,41	2,01	2,97	2,75
Schweden	4	0,95 ⁷	0,53 ⁷	0,16	0,51	1,90	1,95
Schweiz	3	0,71	0,56	n.v.	n.v.	0,94	0,92
Spanien	7	1,73	1,54	0,47 ⁸	0,41 ⁸	4,33	4,06

¹ Die Angaben der einzelnen Länder sind nur bedingt vergleichbar. ² Jahresüberschuß vor Steuern in Relation zur Summe der Aktiva im Jahresdurchschnitt. ³ Ergebnisse abzüglich Wertberichtigungen auf Forderungen an Entwicklungsländer. ⁴ Halbjahresergebnisse auf Jahresrate hochgerechnet. ⁵ Rechnungsjahr. ⁶ Teil des Nettobetriebsergebnisses ohne Wertberichtigungen auf Kredite, Gewinne/Verluste aus dem Eigenhandel und außerordentliche Positionen. ⁷ Nettogewinn vor Rücklagen. ⁸ Sechs Banken.

Quelle: IBCA Ltd.

kleineren Instituten blieb sie stabil, fiel leicht bei den mittelgroßen Instituten und sank auf ein Zehnjahrestief bei den großen Banken der zweiten Kategorie (mit einem Geschäftsvolumen zwischen \$ 1 Mrd. und \$ 10 Mrd.). Nur die fünfzig größten Banken verzeichneten einen Anstieg, worin sich hauptsächlich der hohe Umfang der 1989 vorgenommenen Wertberichtigungen auf Kredite an Entwicklungsländer seitens einiger der größten Banken dieser Gruppe niederschlug. Gemessen am Anteil der notleidenden Aktiva war die Qualität des Forderungsbestands die schlechteste der letzten zehn Jahre.

... und
Norwegen

Die norwegischen Banken waren weiterhin mit ernststen Schwierigkeiten konfrontiert, die durch die ölinduzierte Rezession des Jahres 1987 ausgelöst worden waren und zur Insolvenz einiger Institute geführt hatten. Geschäftsbanken und Sparkassen wiesen im letzten Jahr insgesamt eine negative Ertragsspanne aus.

Schlechte Ergebnisse und sektorale Probleme in anderen Ländern

In den meisten anderen Ländern fielen die Erträge der großen Banken enttäuschend aus; es gab dort aber keinen Grund, über die Finanzkraft der Institute besorgt zu sein. Deutliche Ertragsrückgänge gab es in Australien, Schweden, Finnland, Dänemark, Frankreich, Japan und der Schweiz. In Großbritannien und Kanada blieben die Erträge niedrig, wenn sie sich auch etwas von ihrem niedrigen Niveau im Jahr 1989 erholten, in welchem sich Rückstellungen für Länderrisiken niedergeschlagen hatten. Während die finanzielle Überlebensfähigkeit der Großbanken kein Thema war, zeigten sich mancherorts einige andere Institute im Berichtszeitraum in weniger guter Verfassung. So hatten insbesondere zwei Staatsbanken und mehrere nicht dem Bankgewerbe zuzurechnende Finanzintermediäre in Australien sowie einige Finanzinstitute in Schweden ernste Solvenzprobleme, die in manchen Fällen zu Schließungen oder Übernahmen führten. In Japan ging eine Reihe von Nichtbankintermediären bankrott, und mehrere kleinere Banken erhielten von größeren Instituten Finanzhilfen oder wurden gezwungen, mit ihnen zu fusionieren.

Die Gewinne der spanischen Banken wuchsen im Durchschnitt, jedoch erheblich langsamer als ihre Bilanzsumme. Der Gesamtertrag einer Auswahl deutscher, niederländischer und – nach vorläufigen Ergebnissen – italienischer Banken scheint konstant geblieben zu sein.

Die allgemeine Verschlechterung der Ertragslage im Bankgewerbe in letzter Zeit hat sich bereits bis zu einem gewissen Grad in einer veränderten Bonitätseinstufung der wichtigsten Banken niedergeschlagen. Seit 1989 waren in mehreren Ländern – vor allem in den englischsprachigen und nordischen Ländern sowie in Japan – die Banken von Herabstufungen betroffen.

Ertrags- und Finanzkraft: kurz- und langfristige Bestimmungsgründe

Auswirkungen der verhalteneren Wirtschaftstätigkeit...

Das vielerorts langsamere Wirtschaftswachstum und die abnehmende Zuversicht in der Wirtschaft nach der Invasion in Kuwait waren zweifellos bedeutende Gründe für die ungünstigere Ertragsentwicklung im Finanzgewerbe letztes Jahr. Diese Einflüsse erklären zum Teil die höheren Wertberichtigungen der Banken auf Verluste im Kreditgeschäft. Sie waren ebenfalls bestimmend für die abnehmende Geschäftstätigkeit am Sekundärmarkt, bei Emissionen und bei Fusionen und Unternehmensübernahmen, die bei Wertpapierhäusern und Investmentbanken in den Vereinigten Staaten und Großbritannien Einnahmenausfälle

verursachte. Dementsprechend stiegen beispielsweise Erträge und Reingewinn der Wertpapierinstitute in den USA wieder an, als sich Anfang 1991 die Stimmung am Aktienmarkt merklich besserte.

Gleichwohl haben auch bestimmte andere Entwicklungen, die sich im Laufe der langandauernden wirtschaftlichen Aufschwungsphase herausgebildet haben, zur gegenwärtigen Schwäche in Bereichen des Finanzsektors beigetragen. Es lassen sich drei, teilweise zueinander in Beziehung stehende Faktoren ausmachen: das Ausmaß der Bewegungen bei Aktienkursen und Immobilienpreisen und die Zunahme des entsprechenden Risikoengagements der Banken, der Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors und die Anpassungsschwierigkeiten im Zusammenhang mit der beispiellosen Erweiterung der Finanzdienstleistungspalette im Gefolge von Finanzinnovationen und der Liberalisierung auf den Finanzmärkten.

Der starke Rückgang der Aktienkurse im vergangenen Jahr in Japan war eine Ursache für das schlechte Ergebnis und – in einigen Fällen – die finanziellen Probleme der Geschäftsbanken und der Wertpapierhäuser. Der Börsenkrach

... durch andere Faktoren verstärkt:

Inflationsbereinigte Immobilienpreise ¹								
Land/Stadt	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1980–84	1985–89
	Veränderung in Prozent						kumuliert	
	Gewerbliche Immobilien							
USA ²	2	3	0	– 4	– 5	– 8 ³	10	– 4
Japan ⁴	11	50	60	2	2	0	14	175
Großbritannien	– 6	– 5	2	12	25	– 7	– 4	28
Kanada	– 1	0	2	4	3	– 6	n.v.	7
Australien ⁵	3	2	33	21	– 1	– 28	– 18	66
Norwegen ⁶	26	32	8	– 13	– 22	– 20	3 ⁷	21
	Wohnbauten							
New York	23	18	10	– 4	– 5	– 10	26 ⁸	46
Los Angeles	– 1	6	4	17	1	8	– 3 ⁸	30
Tokio	1	23	67	– 1	3	2	12	114
London	6	20	16	12	– 2	– 7	– 3	62
Paris	4	7	15	17	20	15	– 3 ⁷	81
Frankfurt	– 7	– 10	4	11	– 3	17	24	– 6
Mailand	n.v.	– 3	4	8	25	4	n.v.	36 ⁹
Toronto	11	33	20	21	– 3	– 21	– 2 ¹⁰	108
Brüssel	– 3	5	5	10	28	16	– 37	50
Oslo	15	0	13	– 11	– 13	– 7	– 17 ⁷	1
Stockholm	– 2	5	17	21	11	0 ¹¹	– 32	61
Sydney	3	4	16	42	– 19	– 15	– 10	43

¹ Bereinigt mit dem landesweiten Index der Verbraucherpreise; Daten und Definitionen der einzelnen Länder. ² Der Nordosten. ³ Drittes Quartal. ⁴ Tokio. ⁵ Sydney. ⁶ Oslo. ⁷ 1981–84. ⁸ 1982–84. ⁹ 1986–89. ¹⁰ 1983/84. ¹¹ Erste drei Quartale.

Quellen: Für die USA: National Association of Realtors und California Association of Realtors; für Großbritannien: Richard Ellis, Building Societies Association und Department of the Environment; für Frankreich: Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; für Deutschland: Ring Deutscher Makler; für Italien: Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; für Kanada: Morguard Investments Ltd. und Multiple Listing Service; für Norwegen: OPAK AS; für Belgien: AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; für Australien: JWL Research and Consultancy und Real Estate Institute of Australia; für die übrigen Länder: nationale Quellen.

das Ausmaß der
und die zuneh-
mende Anfällig-
keit auf Aktien-
kurs- ...

... und
Immobilienpreis-
bewegungen

von 1987 stellt noch immer einen Wendepunkt in der Ertragslage der Wertpapierfirmen in den Vereinigten Staaten und Großbritannien dar. Er war auch für eine Reihe von im Wertpapiergeschäft tätigen Banken, insbesondere für britische und Schweizer Institute, von Bedeutung. Als Ergebnis der Deregulierung drangen sie in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre verstärkt in das Wertpapiergeschäft ein, und manche Banken wurden folglich von Kursschwankungen stärker betroffen. Dies ist beispielsweise bei französischen, britischen und kanadischen Instituten der Fall.

Für die meisten Banken war indes die Veränderung der Immobilienpreise aufgrund des großen Umfangs ihrer Ausleihungen für den Bau oder Erwerb von Häusern und ihrer sonstigen Realkredite von größerer Bedeutung (s. die vorstehende Tabelle). Die derzeitigen Schwierigkeiten der US-Banken hängen vor allem mit ihren gewerblichen Immobilienkrediten zusammen. Immobilienmarktrisiken spielten auch in Großbritannien, Australien, Schweden und Norwegen eine bedeutende Rolle, könnten in Japan zu Problemen führen und haben jüngst in Frankreich die Aufmerksamkeit der Bankenaufsicht auf sich gezogen.

In mehreren Ländern sind die Banken aufgrund ihres zunehmenden Engagements am Markt risikofähiger gegenüber einer Abschwächung der Immobilienpreise geworden (s. die folgende Tabelle). In einigen Fällen besteht das Engagement indirekt durch das Eigentum an oder die Refinanzierung von Nichtbankfinanzintermediären, die insbesondere in Schweden und Japan stark am Markt tätig sind. In Japan stellen die Banken den Großteil der Refinanzierung der weniger streng regulierten Nichtbankfinanzunternehmen, deren Kredite zu etwa 60% letztlich durch Immobilien besichert sind. Dies entspricht mehr als der Hälfte der direkten Immobilienkredite der Banken. Die ernste Finanzkrise, in der mehrere schwedische Finanzgesellschaften im vergangenen Jahr steckten, war zum großen Teil auf deren Immobilienkredite zurückzuführen und verursachte bei deren Mutter- bzw. kreditgebenden Banken erhebliche Verluste. Mit der zunehmenden Internationalisierung der Märkte haben grenzüberschreitende Engagements an Bedeutung gewonnen. Ein Teil der Verluste der

Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern¹

Land	1980	1985	1987	1990	Land	1982	1985	1987	1990
	in Prozent der insgesamt ausstehenden Kredite					in Prozent der Kredite an den privaten Sektor			
USA					Deutschland	44	46	45	39 ³
Insgesamt	28	29	34	40 ²	Frankreich	27	28	29	31 ²
Gewerblich	10	13	17	18 ²	Kanada	30	33	39	46 ²
Großbritannien					Norwegen	51 ⁴	48	41	47
Insgesamt	12	19	23	31 ⁵	Portugal	23	28	33	34 ²
Kredite ohne					Schweiz	27	28	29	34 ⁸
Wohnungsbau ⁶	7	7	8	12 ⁵	Spanien	19 ⁴	19	20	17 ²
Japan ⁷	11	13	15	17					

¹ Die Zahlen für die einzelnen Länder sind nicht streng vergleichbar. ² September. ³ Einschl. des östlichen Deutschlands.

⁴ 1983. ⁵ Bruch in der Reihe aufgrund der Einbeziehung einer in eine Bank umgewandelten Bausparkasse. ⁶ Bau- und Immobiliengesellschaften. ⁷ Bau- und Immobilienverwaltungsfirmer. ⁸ Geschätzt.

Quellen: Zentralbanken der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

schwedischen Finanzgesellschaften beruhte auf deren Ausleihungen an den britischen Immobilienmarkt im Zuge der beträchtlichen Ausweitung ihres Kreditengagements außerhalb Schwedens nach der Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen. Ähnliches gilt für Japan, wo annähernd 60% der Gesamtausleihungen ausländischer Banken Forderungen an Nichtbankfinanzintermediäre sind.

Die in einer Reihe von Ländern beobachtete steigende Verschuldung des privaten Sektors hat sowohl auf die Wertpapierhäuser als auch auf die Banken Auswirkungen gehabt (s. die folgende Tabelle). Ein erheblicher Teil der lukrativen Welle von Firmenzusammenschlüssen und -übernahmen (M&A) war in den Vereinigten Staaten und in den späten achtziger Jahren in Großbritannien mittels Fremdkapital finanziert worden. Diese Transaktionen erhöhten häufig den Verschuldungsgrad der umstrukturierten Unternehmen deutlich über das bisher gewohnte Maß („highly leveraged transactions“ – HLT). Die Schwierigkeiten bei der Refinanzierung, denen sich mehrere Unternehmen gegenübersehen, und der Zusammenbruch des Junk-bond-Marktes erklären zum Teil den starken Rückgang bei M&A-Aktivitäten um rund ein Drittel bzw. – dem Wert nach – um 60% in den USA und Großbritannien im letzten Jahr, wobei HLT den größten Rückgang verzeichneten.

gestiegene
Verschuldung

Die steigende Verschuldung hat auch für die Gläubiger tendenziell das Bonitätsrisiko erhöht, da die Fähigkeit der Schuldner, ihren Verpflichtungen nachzukommen, stärker von Ertragsschwankungen und Veränderungen des Marktwerts ihrer Aktiva abhängig wird. Während neue Finanztechniken und umfassendere Absicherungsmöglichkeiten ein besseres Risiko- und Cash-flow-Management ermöglicht haben, gibt es bereits Anzeichen dafür, daß die Auswirkungen der erhöhten Verschuldung sich bemerkbar machen. Die großen amerikanischen Banken haben erhöhte Rückstellungen für HLT-Darlehen gebildet, da sich die Qualität ihrer in diesem Bereich erheblichen Engagements verschlechtert hat. Im letzten Jahr hat sich bei den fünfzig größten Bankholdinggesellschaften der Prozentsatz von HLT-Darlehen, deren Zinsdienst eingestellt war,

Verschuldung des privaten Sektors in ausgewählten Ländern								
Land	Wirtschaftsunternehmen				Private Haushalte			
	1975	1980	1985	1989	1975	1980	1985	1989
	in Prozent des BSP/BIP				in Prozent des verfügbaren Einkommens			
USA	36	34	39	48	67	77	83	96
Japan	94	86	101	130	45	58	68	92
Deutschland	66	69	73	74	62	76	88	87
Frankreich	63	57	60	65	52	56	54	68
Großbritannien	47	40	47	80	47	48	76	105
Kanada	64	68	67	71	77	85	73	87
Australien ¹	86	85	105	132 ²	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Norwegen	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	91	115	154
Schweden	n.v.	59	66	91	94	100	103	134

¹ Privater Sektor insgesamt; Rechnungsjahr. ² 1988, Zeitreihe wurde danach nicht fortgesetzt.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

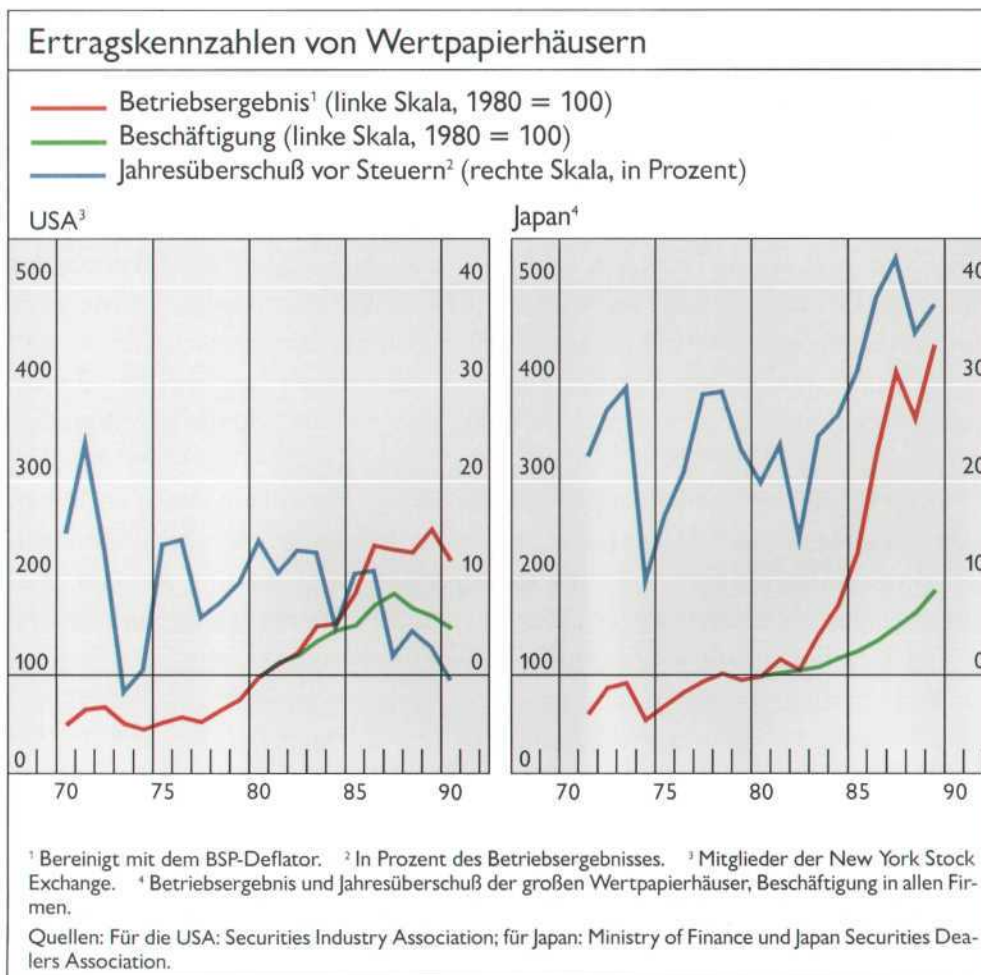
mehr als verdoppelt, nämlich von 2% auf über 5%. Die hohe Unternehmensverschuldung hat auch in Großbritannien, Australien, Norwegen, Schweden und – in einigen Fällen – in Japan erheblich zu Ausfällen bei Bankkrediten beigetragen.

Praktisch alle Länder haben, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, in den vergangenen zehn Jahren als Folge der Deregulierung und der Fortschritte in der Informationstechnologie einen Ausbau der Finanzdienstleistungen erfahren. Zwar wies dieser Prozeß je nach Land und abhängig von der Struktur des Finanzsystems differierende Schwerpunkte und eine unterschiedliche Intensität auf; die Ergebnisse sind jedoch letztendlich grundsätzlich ähnlich. Tendenziell haben sich im Laufe der Zeit die Risiken im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen erhöht, während die Erträge abgenommen haben.

Deregulierung und Finanzinnovationen liegen in gewisser Weise auch dem Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors und den starken Schwankungen der Aktienkurse und Immobilienpreise zugrunde. Die Lockerung der Kreditbeschränkungen hat das Investieren in Finanz- und Sachwerte erheblich erleichtert. Finanzinnovationen wie Junk bonds und „Überbrückungskredite“ von Banken zur Finanzierung von Firmenübernahmen bildeten eine wichtige „technische“ Voraussetzung für die in den USA beobachtete HLT-Welle, die zu einem starken Anstieg des Marktwerts von Unternehmen beitrug. Seit Mitte der achtziger Jahre unterstützte die Lockerung der Zugangsbeschränkungen für japanische Unternehmen zu den internationalen Kapitalmärkten deren expansive Investitionspolitik auf den Aktien- und Immobilienmärkten. Die Abschaffung (direkter oder indirekter) quantitativer Kreditbeschränkungen in Großbritannien und vor allem die weitgehende Deregulierung in Australien, Schweden und Norwegen Anfang bis Mitte der achtziger Jahre brachten eine rasche Ausweitung des Kreditgeschäfts mit privaten Haushalten und Unternehmen, die auch durch steuerliche Maßnahmen und eine relativ lockere Geldpolitik gefördert wurde. Diese Kredite standen teilweise im Zusammenhang mit Immobiliengeschäften und – in Australien und Großbritannien – mit der finanziellen Umstrukturierung von Unternehmen. Neue Finanztechniken wie Portfolioabsicherungsstrategien an den Aktienmärkten und Märkten für derivative Instrumente haben möglicherweise den Höhenflug der Aktienkurse und ihren nachfolgenden Crash von 1987 verstärkt. Die Expansion und Internationalisierung des Finanzsektors trugen erheblich zum steilen Anstieg der Immobilienpreise in den großen Städten bei.

Natürlich wurde erwartet und war auch beabsichtigt, daß der erhöhte Wettbewerbsdruck im allgemeinen die Konditionen für die Endanbieter und -nachfrager von Kapital – zu Lasten der Margen der Finanzinstitute – verbessern würde. Sowohl die Marktteilnehmer als auch die Wirtschaftspolitiker haben jedoch die Kosten der Anpassung an das neue Umfeld oft unterschätzt.

Für viele Institute bildete die lange Tradition von Kartellen und einer direkten aufsichtsbehördlichen Einflußnahme auf ihre Portefeuille- und Preisentscheidungen die Hauptursache für die Anpassungsschwierigkeiten. In manchen Fällen war es dadurch zu Portefeuillestrukturen gekommen, die für das neue Umfeld mit größerer Zins- und Preisvariabilität nicht geeignet waren. Ein Beispiel bildet die mangelhafte Abstimmung der Verzinsungs- und Laufzeitenstruktur bei den Spar- und Darlehensbanken in den Vereinigten Staaten. Allgemein gesprochen



hat das alte System ineffiziente Kostenstrukturen geschaffen und die Institute wenig darauf vorbereitet, in einem liberalisierten Umfeld tätig zu sein, Risiken abzuwägen und Preise festzusetzen. Einem ähnlich gelagerten Problem sahen sich auch die Aufsichtsbehörden gegenüber, die ihre Aufsichtspolitik an die neuen Gegebenheiten anpassen mußten. Mitunter wurde die Anpassung durch das Tempo und Ausmaß der Veränderungen sowie durch das makroökonomische Umfeld, das häufig durch rasches Wirtschaftswachstum gekennzeichnet war, erschwert. In der Regel wurden die Probleme durch eine offensichtliche Tendenz der Institute, aggressive Wachstums- oder Marktanteilsziele vor Ertragsüberlegungen zu stellen, zusätzlich verschärft. Das Ergebnis ist, daß es nunmehr in einigen Bereichen des Finanzsektors augenscheinlich Überkapazitäten gibt und eine Konsolidierung erforderlich ist.

Vor allem bei den Wertpapierhäusern ist diese Entwicklung ganz offensichtlich. In den USA setzte die Liberalisierung der Provisionssätze 1976 die Erträge in der gesamten Branche unter Druck, wobei sich der längerfristige Abwärtstrend ab 1987 noch verstärkte (s. die obenstehende Grafik). Der Gewinnrückgang erfolgte trotz steigender Bruttoerträge und eines erheblichen Personalabbaus ab 1987. Eine ähnliche Entwicklung fand in London seit der Beseitigung fester Provisionssätze und der Marktzutrittsbeschränkungen 1986 und in jüngerer Zeit in Paris statt. In Japan, wo die Provisionssätze fixiert sind und etwa die Hälfte der Gesamterträge – verglichen mit weniger als 20% bei ameri-

Anpassungs-
kosten

Erfahrungen
im Wertpapier-
sektor...

kanischen Instituten – ausmachen, blieb die Ertragsspanne bis zum Börsenkrach von 1990 hoch.

Wenn bei den Banken auch derzeit noch kein derartig klares Bild erkennbar ist, so deuten doch in einer Reihe von Ländern die Zeichen längerfristig auf eine schlechtere Ertragslage hin. Bereits vor den schwachen Ergebnissen des letzten Jahres war die Ertragsspanne in Großbritannien und Norwegen unter das Niveau zur Zeit der Rezession der Jahre 1980–82, in Schweden, Finnland und Belgien unter die Mitte der achtziger Jahre beobachteten Werte gefallen. In Spanien, Italien und Australien hingegen war die Spanne höher als Mitte der achtziger Jahre. In den anderen Ländern zeigte sie keinen eindeutigen Trend (s. die folgende Tabelle).

Außerdem ist es möglich, daß die ausgewiesene Ertragslage bereits eingetretene Veränderungen tendenziell unterzeichnet. Es liegt in der Natur des Kerngeschäfts der Banken, daß die Gewinn- und Verlustrechnung Veränderungen in der eigentlichen Ertragssituation – anders als beim Wertpapiergeschäft – verzögert wiedergibt. Wegen nur beschränkt verfügbarer Informationen ist es besonders schwierig, den aktuellen Marktwert von Darlehen richtig einzuschätzen. Banken haben zwangsläufig einen gewissen Spielraum bei der Entscheidung, wann und in welcher Höhe sie Verluste ausweisen. Die in den Büchern dokumentierte Ertragssituation reagiert daher tendenziell mit einer erheblichen Trägheit, und Zeichen möglicher Schwierigkeiten sind weniger sichtbar, solange das ausstehende Kreditvolumen rasch wächst; wenn aber eine Verschlechterung eintritt, kann sich das Bild sehr rasch ändern. Typische Beispiele bilden der unerwartete, starke Gewinnrückgang bei den norwegischen Banken während der Rezession von 1987 und die in einigen Ländern erst spät eingestandenen Verluste bei Krediten an Entwicklungsländer in den Jahren 1987 und 1989.

Ertragslage der Banken in den achtziger Jahren ¹					
Land	1980–82	1983–85	1986/87	1988/89	1989
USA ²	0,83	0,78	0,44	0,93	0,64
Japan ^{2, 3}	0,40	0,46	0,56	0,55	0,46
Deutschland ²	0,50	0,92	0,80	0,90	0,92
Frankreich ²	0,34	0,21	0,31	0,35	0,34
Großbritannien ²	1,04	0,92	0,68	0,74	–0,03
Italien	0,68	0,78	1,01	1,02	1,14
Kanada ³	0,63	0,76	0,86	1,03	0,72
Australien ³	1,39	1,33	1,23	1,50	1,46 ⁴
Belgien ³	0,34	0,35	0,41	0,27	0,19
Finnland	0,49	0,48	0,54	0,51 ⁵	0,24 ⁵
Niederlande	0,31	0,61	0,73	0,63	0,66
Norwegen	0,63	0,85	0,22	–0,08	0,17
Schweden	0,38	0,39	0,82 ⁶	0,52	0,46
Schweiz	0,65	0,69	0,71	0,69	0,74
Spanien ²	1,09	0,91	1,10	1,72	1,77

¹ Verhältnis des Gewinns vor Steuern zur durchschnittlichen Bilanzsumme aller Geschäftsbanken in Prozent. ² Große Geschäftsbanken. ³ Rechnungsjahr. ⁴ 1990: 0,94. ⁵ Schätzung wegen Bruchs in der Zeitreihe. ⁶ Bruch in der Zeitreihe.

Quellen: Großbritannien: British Bankers Association; Australien: Reserve Bank of Australia; übrige Länder: OECD.

Langfristige Entwicklung der Bankaktienkurse							
Land	1970	1980–82	1983–85	1986/87	1988/89	1990	1991 1. Q.
	Verhältnis Bankenindex zu Gesamtindex, 1980 = 100						
USA	142	111	115	118	95	69	59
Japan ¹	71	103	130 ²	180 ²	176	160	171
Deutschland	95	95	83	87	77	74	75
Großbritannien	85	97	90	90	82	87	87
Italien	n.v.	139	114	68	67	85	91
Kanada	113	106	111	101	108	108	125
Australien	103	131	157	123	157	158	144
Belgien ¹	110	97	89	97	92	84	84
Finnland	84	98	85	73	65	58	62
Niederlande ¹	n.v.	92	77	77	60	56	56
Norwegen	101	103	73	66	42	30	22
Schweden	69	99	77	94	92	83	88
Schweiz	64	99	91	89	71	62	60
Spanien	56	112	88	83	93	86	87

¹ Einschl. anderer Finanzinstitute. ² Der Anstieg von 1983 bis 1987 ist vor allem auf das Ende von Vereinbarungen zur Kontrolle der Bankaktienkurse zurückzuführen.
Quellen: Börsen der einzelnen Länder.

Aus der Kursentwicklung von Bankaktien zu schließen, scheint die längerfristige Verschlechterung der Ertragslage der Banken weit verbreitet zu sein (s. die obenstehende Tabelle). In beinahe allen Ländern blieben die Kurse der Bankaktien in den achtziger Jahren merklich hinter der Entwicklung des Gesamtindex zurück. Dies steht im Gegensatz zur Erfahrung der siebziger Jahre, als sie sich mit wenigen Ausnahmen im großen und ganzen parallel zum Gesamtindex entwickelten oder diesen sogar übertrafen.

Zunehmender Wettbewerb im Bankgeschäft

Bestimmte Elemente des wachsenden Wettbewerbs im Bankensektor sind in allen Ländern anzutreffen. Der Wettbewerb hat sich sowohl unter den Banken selbst als auch zwischen Banken und Nichtbankfinanzinstituten verstärkt, und zwar als Ergebnis der veränderten Nachfragestrukturen bei den Endnachfragern und -anbietern von Kapital, der Abschaffung von Beschränkungen in bezug auf Mengen und Preise bei der Portefeuillegestaltung und der Verwischung oder Aufhebung regionaler und geschäftsfeldspezifischer Grenzen sowohl innerhalb eines Landes als auch über die nationalen Grenzen hinweg. Ein verbreitetes Beispiel ist der wachsende Wettbewerb zwischen Banken, Versicherungen und Investmentfonds um den tendenziell wohlhabenderen und älteren Privatanleger. Ein anderes Beispiel ist der Wettbewerb zwischen Geschäftsbanken, Sparkassen und – in mehreren europäischen Ländern – der Post in ihrer Funktion als Anbieter von Bankdienstleistungen, der auf die Lockerung der bilanziellen und geschäftsspartenmäßigen Beschränkungen folgte.

Der Wettbewerb wurde im allgemeinen zuerst im Firmenkundenbereich spürbar. Die besser informierten und professioneller agierenden großen Firmenkunden waren von einer längerfristigen Bankverbindung weniger abhängig

Zunahme des Wettbewerbs:

zwischen Banken und Nichtbankfinanzinstituten

im Firmen- und Privatkundengeschäft

und aufgeschlossener gegenüber den wachsenden Möglichkeiten, die sich an den inländischen und internationalen Kapitalmärkten auftaten. Große Unternehmen waren auch anspruchsvoller hinsichtlich der Konditionen, zu welchen sie die angesichts steigender Gewinne während der langandauernden Aufschwungsphase aus dem Cash-flow erwirtschafteten überschüssigen Mittel anlegen würden. Die weniger flexiblen Privatkunden profitierten im allgemeinen erst später, als die Banken nach neuen Ertragsquellen suchten und der Wettbewerb um eine sich verschmälernde Einlagenbasis einsetzte. Teils als Ergebnis dieser Entwicklungen erfolgte eine allgemeine Verlagerung vom Firmen- zum Privatkredit, wie die Entwicklung in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Japan, Frankreich, Italien und Spanien belegt.

auf den
internationalen
Märkten

Die an den internationalen Märkten tätigen, dem Wettbewerb voll ausgesetzten Banken gehörten zu den ersten, die den Druck verspürten. Die Tendenz in den späten siebziger Jahren, Kredite an Entwicklungsländer zu immer knappen Spannen zu vergeben – eine Entwicklung, die durch eine allzu optimistische Beurteilung des Länderrisikos gefördert wurde –, bildete den Keim für die Probleme, welche die Qualität der Aktiva bei vielen Banken im Laufe der achtziger Jahre, insbesondere in den Vereinigten Staaten und Großbritannien, unterminierten. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre verstärkte sich der Wettbewerbsdruck, angespornt durch die rasche Expansion der japanischen Banken, und die Spannen bei Firmenkrediten verengten sich. Es gibt Hinweise, daß einige Schuldner trotz einer Verschlechterung ihrer Bonität erheblich günstigere Konditionen als in der Vergangenheit erhielten.

und den
Inlandsmärkten

Auf den inländischen Märkten unterschied sich die zeitliche Abfolge und Vehemenz der Wettbewerbsverschärfung je nach Art des eingeschlagenen Deregulierungskurses von Land zu Land erheblich. In Norwegen, Schweden und Australien beispielsweise konzentrierten sich die wichtigsten Maßnahmen im Rahmen weitreichender Liberalisierungsprogramme auf eine kurze Zeitspanne Anfang bis Mitte der achtziger Jahre. In vielen anderen Ländern einschließlich Frankreichs, Italiens, Spaniens, Belgiens und Japans verläuft der Prozeß, der im wesentlichen seit Mitte der achtziger Jahre stattfindet, erheblich behutsamer und ist noch nicht abgeschlossen. Der kurzfristige Kapitalverkehr ist in Italien und Frankreich voll erst 1990 und in Spanien erst teilweise liberalisiert worden; Obergrenzen auf Einlagenzinsen bei Privatkonten werden mehr und mehr aufgehoben, sie existieren allerdings noch in Japan, Frankreich und Belgien; Beschränkungen der Zweigstellenexpansion wurden in Italien 1990 gelockert und gelten in Japan nach wie vor; mit Ausnahme Frankreichs und – seit 1991 – Belgiens ist in allen diesen Ländern den Banken der Zugang zur Börse entweder untersagt oder erschwert, und im Prinzip bestehen – selbst für große Transaktionen – fixe Provisionssätze; wie auch in anderen Ländern sind Märkte für Commercial paper entweder überhaupt nicht vorhanden, oder sie stehen, insbesondere verglichen mit den Vereinigten Staaten, noch in den Anfängen (s. die folgende Tabelle).

Unterschiedliche
Auswirkungen
bei den Banken

Der schärfere Wettbewerb hat sich auf die Banken in verschiedener Weise ausgewirkt. In einigen Fällen, in denen geschäftsfeldspezifische oder geographische Beschränkungen vorlagen, war ein Disintermediationsprozeß die Folge. Das beste Beispiel dafür sind die amerikanischen Banken, die Beschränkungen hinsichtlich ihrer Investmentbanking-Aktivitäten und des Betreibens von

Märkte für Commercial paper in ausgewählten Ländern ¹							
Land	Markt- gründung	1986	1990	Land	Markt- gründung	1986	1990
		ausstehendes Volumen in Prozent der Bankkredite an Wirtschaftsunternehmen				ausstehendes Volumen in Prozent der Bankkredite an Wirtschaftsunter- nehmen	
USA	vor 1960	12,0	18,9	Niederlande	1986	0,1	1,3
Japan	Ende 1987	0,7 ²	5,5	Norwegen	Ende 1984	8,5	13,0
Frankreich	Ende 1985	1,0	3,9	Schweden	1983	8,6	8,2
Großbritannien	1986	0,7	2,5	Spanien	1982	2,8 ³	4,4 ³
Kanada	vor 1960	4,1	9,7				

¹ Nur Emissionen von Wirtschaftsunternehmen. ² 1987. ³ Ohne Direktplazierungen, die ein erhebliches Volumen ausmachen dürften.

Quellen: Zentralbanken der einzelnen Länder.

Bankfilialen in mehreren Bundesstaaten unterliegen. Für die Mehrheit der Banken, die bei der Anpassung ihrer Dienstleistungspalette an die Kundenbedürfnisse mehr Spielraum hatten, äußerte sich der Wettbewerb hauptsächlich in einer Verringerung der Margen im angestammten und expandierenden Geschäft. In diese Gruppe von Instituten fallen beispielsweise die französischen Banken, die den Bedürfnissen der Anleger und großen Kreditnehmer durch den Vertrieb von Investmentfonds (SICAV) mit marktgemäßen Renditen und durch die Bereitstellung einer Fülle von Investmentbanking-Dienstleistungen gerecht werden konnten. Für eine dritte Gruppe von Banken, die die spanischen, italienischen und australischen Institute einschließt, wurde die Margenverengung zumindest teilweise durch Erleichterungen bei bestimmten Arten von Quasi-Steuern, wie etwa zwingenden Reservehaltungsvorschriften oder Verpflichtungen zur Haltung bestimmter Aktiva, ausgeglichen.

Ausblick

Die zukünftige Entwicklung läßt für den gesamten Finanzsektor eine weitere Liberalisierung des Marktzugangs sowohl in regionaler als auch geschäftsspartenspezifischer Hinsicht ebenso wie einen weiter anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Refinanzierungskosten der Banken im Privatkundengeschäft erwarten. Die Deregulierung und Internationalisierung der Finanzmärkte ist noch nicht am Ende ihrer Entwicklung angelangt.

Weitere
Liberalisierung ...

In den USA hat das Finanzministerium kürzlich einen Plan zur Reform des Finanzsystems vorgelegt, der die Abschaffung der noch verbliebenen Beschränkungen bei den Investmentbanking-Aktivitäten der Geschäftsbanken (Glass-Steagall Act) und beim Betreiben von Bankfilialen in mehreren Bundesstaaten (McFadden Act, s. im einzelnen weiter unten) umfaßt. Bis Mitte 1991 soll der beratende Ausschuß des japanischen Finanzministers seinen Abschlußbericht über die Verschmelzung der Marktsegmente innerhalb des Finanzgewerbes, insbesondere was die verschiedenen Bankkategorien sowie das eigentliche Bank- und Wertpapiergeschäft anbelangt, vorlegen; es sind Gesetzesänderungen auf der Grundlage dieses Berichts zu erwarten. Auch bei den Zinssätzen soll

die Deregulierung voranschreiten. In Kanada ist die Beseitigung der meisten verbliebenen Beschränkungen, die das Bank-, das Vermögensverwaltungs- und Hypothekar- sowie das Lebensversicherungs- und Wertpapiergeschäft voneinander trennen, im Gange. In der Europäischen Gemeinschaft sind die Auswirkungen der Rechtsvorschriften über die Errichtung eines einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen bereits merklich spürbar: Der Kapitalverkehr wurde liberalisiert, wichtige Fortschritte wurden bei der Vereinbarung gemeinsamer Eigenkapitalstandards erzielt, und auch geschäftsspartenspezifische und regionale Beschränkungen wurden wesentlich gelockert. Dennoch wird das Jahr 1993 – vor allem bei den Versicherungsdienstleistungen – einen bedeutenden Schritt in Richtung Vollintegration bringen. Einige Länder wie Italien und Spanien arbeiten gerade an der weiteren Liberalisierung ihrer Kapitalmärkte. Noch bestehende Bankenkartelle kommen unter Druck. In der Schweiz beispielsweise sollen Konditionenabsprachen im Einlagengeschäft und bei Überweisungen 1993 auslaufen; die das Wertpapiergeschäft betreffenden Absprachen wurden bereits 1990 abgeschafft.

Es ist schwer abzuschätzen, wie weit die Marktteilnehmer die neuen Möglichkeiten tatsächlich nutzen werden, vor allem was die grenzüberschreitende Expansion anbelangt. In den späten achtziger Jahren verstärkten sich in der Europäischen Gemeinschaft – vor allem grenzüberschreitend – die M&A-Aktivitäten im Finanzsektor. In ähnlicher Weise war die Auslandsexpansion das erklärte Motiv hinter einer großen Bankenfusion in den Niederlanden im letzten Jahr. In der jüngsten Vergangenheit scheint sich indes der Trend in Richtung einer Konsolidierung im eigenen Land verschoben zu haben, wie mehrere landesinterne Bankenzusammenschlüsse in nordischen Ländern und Italien zeigen, die defensiven Charakter hatten. Zudem hat in letzter Zeit die Ernüchterung über frühere Auslandsexpansionen im Wertpapier- und Bankensektor zugenommen.

Unabhängig davon, ob die neuen Möglichkeiten genutzt werden, ist eine erhebliche weitere Umstrukturierung und Konsolidierung in bestimmten Bereichen des Finanzsektors wahrscheinlich. Die Konsolidierung erfordert letztlich, daß entweder die Kosten für die Erstellung von Finanzdienstleistungen sinken oder das Angebot an diesen Dienstleistungen verringert wird. Dies kann auf verschiedene Weise erfolgen: einerseits dadurch, daß die einzelnen Institute ihre Kosten schärfer kontrollieren bzw. ihren Aufwand in bestimmten Geschäftsbereichen reduzieren, einschließlich der Möglichkeit eines vollständigen Rückzugs aus bestimmten Märkten. Eine weitere Möglichkeit mit ähnlichen Effekten sind Zusammenschlüsse oder Kooperationsverträge zwischen Banken. Schließlich besteht auch die Möglichkeit, daß erfolglose Unternehmen aus dem Markt ausscheiden. In jedem Fall bringt die nächste Zukunft nicht nur für die Marktteilnehmer, sondern auch für die Aufsichtsbehörden ernste Herausforderungen.

... erfordert
verstärkte
Konsolidierung

Fragen der Bankenaufsicht

Durch die rasche Entwicklung des Finanzsystems ist die Aufgabe, seine Sicherheit und Solidität zu garantieren, zunehmend komplexer geworden. In den Vereinigten Staaten haben die Probleme, denen die Banken gegenüberstehen, Pläne für eine – wie viele meinen – überfällige Reform des Finanzsystems

(einschließlich einer Neugestaltung der Bankenaufsicht) hervorgebracht. Wie in Norwegen haben diese Schwierigkeiten auch Sofortmaßnahmen zur Stärkung des Einlagensicherungssystems der Banken notwendig gemacht, um mögliche Verluste abzudecken. Auf internationaler Ebene wurden kürzlich weitere Schritte zur Standardisierung und Verfeinerung der Eigenkapitalvorschriften und in bezug auf die Koordination in Fragen der Bankenaufsicht unternommen.

Reaktionen auf Schwierigkeiten im Bankensektor

Im Februar 1991 legte das amerikanische Schatzamt einen Plan vor, mit dem die seiner Beurteilung nach tiefverwurzelten strukturellen Probleme in Angriff genommen werden sollten, welche die Wettbewerbsfähigkeit und Solidität des Finanzsystems untergraben. Diese umfassen Beschränkungen bei der geschäftsfeldspezifischen und regionalen Diversifikation, eine geringe Disziplinierung der Banken durch den Markt aufgrund eines großzügigen Einlagensicherungssystems, bei dem die Prämien risikounabhängig gestaltet sind, eine unzureichende Betonung von Eigenkapitalstandards im aufsichtsrechtlichen Regelwerk und eine Aufsplitterung der Zuständigkeiten bei der Bankenaufsicht. Wenn auch derzeit noch unklar ist, in welchem Ausmaß die Vorschläge in Gesetze umgesetzt werden, wird der Plan doch für zukünftige Vorstöße als Bezugsrahmen und Leitfaden dienen.

Der Plan des
US-Schatzamtes

Nach dem Plan würden Beschränkungen sowohl bezüglich der Art der betriebenen Geschäfte als auch hinsichtlich ihrer geographischen Entfaltung erheblich gelockert. Das Kredit-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft könnte von jeweils getrennt mit Eigenkapital ausgestatteten Unternehmenseinheiten im Rahmen einer Finanzdienstleistungs-Holdinggesellschaft betrieben werden; allerdings soll zur Kontrolle der Transaktionen zwischen der Bank und den anderen Konzernunternehmen eine strikte Trennung („firewalls“) hinsichtlich Mittelaufbringung und Rechnungslegung herrschen. Derartige Finanzdienstleistungs-Holdinggesellschaften sollen auch im Eigentum von Wirtschaftsunternehmen stehen dürfen, womit eine Hauptbeschränkung des Bank Holding Company Act von 1956 beseitigt wäre. Der Umfang der versicherten Einlagen soll verringert und es sollen risikoabhängige Prämien eingeführt werden. Nach ihrem Ermessen sollen die Behörden jedoch nach wie vor die Möglichkeit haben, alle Einleger einer insolventen Bank im Hinblick auf die aus dem Zusammenbruch folgenden potentiellen Systemrisiken („too-big-to-fail“-Prinzip) zu schützen. Außerdem würden die Aufsichtsbehörden im Fall potentieller Schwierigkeiten von Banken rascher intervenieren. Die Kapitalausstattung würde den Unterbau des gesamten Rahmenwerks bilden: Nur Institute mit einer über das Mindestmaß hinausgehenden Kapitalausstattung dürften sich in neuen Geschäftsfeldern engagieren oder im Eigentum von Wirtschaftsunternehmen stehen, und sowohl die Höhe der Versicherungsprämie als auch Art und Umfang der aufsichtlichen Befugnisse würden von der Kapitalausstattung abhängen. Die Anzahl der Aufsichtsbehörden auf Bundesebene soll auf zwei (den Federal Reserve Board sowie eine dem Finanzministerium zugeordnete Behörde) verringert werden. Die gegenwärtig für den Wertpapier- und Versicherungsbereich verantwortlichen Aufsichtsbehörden behielten die Zuständigkeit für die Überwachung der entsprechenden Konzernunternehmen, und die für die größte

Bank im Konzern zuständige Aufsichtsbehörde („primary bank regulator“) wäre für den Konzern insgesamt zuständig.

Stärkung
der Einlagen-
sicherungsfonds

Aufgrund der sich verschärfenden Probleme im Bankensektor haben die amerikanischen Aufsichtsbehörden auch die unmittelbar dringendere Aufgabe in Angriff genommen, die finanzielle Basis des Einlagensicherungsfonds zu stärken. In Zeiten, wenn einzelne Bereiche innerhalb der Branche schwach sind, liegt die Hauptschwierigkeit bei der Beachtung des Prinzips, daß die notwendigen Kosten prinzipiell von der Branche selbst getragen werden sollen, wenngleich andererseits verhindert werden soll, daß sich die Lage finanziell bereits angeschlagener Banken weiter verschlimmert. Über eine Reihe von Vorschlägen, die sich hinsichtlich der aufzubringenden Beträge und der Aufteilung der Kosten sowohl im Zeitablauf als auch zwischen den an den Programmen teilnehmenden Parteien unterscheiden, wird derzeit noch diskutiert. In Anbetracht einer ähnlichen Problemstellung legte die norwegische Regierung im Januar 1991 einen Gesetzesentwurf zur Einrichtung eines neuen Garantiefonds vor, der aus Haushaltsmitteln finanziert werden und an die bestehenden Fonds der Geschäfts- und Sparbanken bei Bedarf nachrangige Darlehen gewähren soll.

Die Basler Vereinbarung über Eigenkapitalstandards

Ein wesentliches Element bei der Anpassung des aufsichtsrechtlichen Rahmens an das sich verändernde Umfeld auf den Finanzmärkten ist die Vereinbarung über Mindesteigenkapitalstandards für international tätige Banken, die durch den Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, dem Vertreter der Bankenaufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe angehören, erreicht wurde. Wenngleich die Vereinbarung bereits aus dem Jahr 1988 stammt, erlangte sie im letzten Jahr erneut erhebliche Beachtung, da die schlechte Ertragslage das Eigenkapitalpolster der Banken in einigen Ländern schmälerte, während andererseits die geringe Aufnahmefähigkeit der Aktienmärkte die Mittelaufbringung erschwerte.

Merkmale der
Vereinbarung

Die Notwendigkeit für ein derartiges Abkommen kristallisierte sich in den frühen achtziger Jahren heraus, als sich die Bankenaufsicht in mehreren Ländern einer Qualitätsverschlechterung bei den Forderungen der Banken an die Entwicklungsländer und einem durch die rasche Liberalisierung bedingten potentiell risikoreicheren Umfeld gegenüber sahen. Die Hauptzielsetzungen waren die Stärkung der Banken gegen mögliche Verluste, insbesondere durch eine ausgewogenere Behandlung des Bonitätsrisikos und durch die Einbeziehung von nichtbilanzwirksamen Positionen in die Eigenkapitalunterlegungspflicht, sowie andererseits die Verringerung von Wettbewerbsungleichheiten, die aus unterschiedlichen einzelstaatlichen Regelungen entstanden. Um den Banken ausreichend Zeit zur Anpassung an die neuen Standards und auch anderen Ländern eine Gelegenheit zur Einführung ähnlicher Regeln zu geben, beschloß der Ausschuß einen Zeitplan mit Übergangsfristen, der vorsah, die 8%-Norm für das Verhältnis von anrechenbarem Eigenkapital zum gesamten risikogewichteten Kreditengagement bis Ende 1992 zu erfüllen. Zumindest die Hälfte des anrechenbaren Kapitals muß „Kernkapital“ (Klasse 1) sein, welches offen ausgewiesene Reserven, Stammaktien und nichtkumulative Vorzugsaktien umfaßt. Der Rest (Klasse 2 oder „ergänzendes Eigenkapital“) umschließt Komponenten wie etwa stille Reserven, allgemeine Wertberichtigungen, Neubewertungsrücklagen, hybride Kapitalformen

und langfristige nachrangige Schuldtitel. Im Unterschied zum Kernkapital divergieren die von den einzelstaatlichen Behörden als ergänzendes Eigenkapital anerkannten Positionen. Per Ende 1990 wurden die Mindestquoten mit 7,25% (Eigenkapital insgesamt) und 3,62% (Kernkapital) festgesetzt.

Manche Aufsichtsbehörden haben über die Fortschritte berichtet, die ihre Bankensysteme bei der Erreichung der Zielquote von 8% verzeichnen, und mehrere Banken haben sich auch zur Veröffentlichung ihrer Quoten entschlossen. Aufgrund der Übergangsregelungen, insbesondere in bezug auf die Eigenkapitaldefinition, sind diese Zahlen jedoch schwierig zu bewerten. Darüber hinaus können Durchschnittszahlen für Bankensysteme wesentliche Unterschiede zwischen Einzelinstituten verbergen.

Trotz dieser Einschränkungen ergibt sich insgesamt das Bild, daß per Ende 1989 die meisten wichtigen Banken in den durch das Abkommen erfaßten Ländern dabei waren, die endgültigen Quoten ohne größere Schwierigkeiten sogar lange vor dem Zieldatum 1993 zu erfüllen – tatsächlich war dies bei vielen Instituten Ende 1989 bereits der Fall. Vorläufige Zahlen für Ende 1990 deuten nicht darauf hin, daß der Rückgang bei den Erträgen und bei der Qualität der Aktiva im letzten Jahr etwas Grundlegendes an diesem allgemeinen Bild geändert hätte. Mehrere Banken wurden jedoch dadurch sehr wohl dazu angehalten, bei ihren Portefeuille- und Kostenentscheidungen der Eigenkapitalentwicklung größeres Augenmerk zu schenken.

Am einen Ende des Spektrums sind die kapitalstarken Banken, die trotz der jüngsten Gewinneinbußen wenig Anpassungsbedarf gesehen haben. Typische Beispiele sind die großen Schweizer und deutschen Banken. Die deutschen Banken beispielsweise haben in der jüngsten Zeit an externem Kapital vor allem ergänzendes Eigenkapital in Form von Genußscheinen begeben, um ihre zukünftige Expansion, insbesondere in Osteuropa, zu finanzieren.

Für eine weitere Gruppe von Banken einschließlich einer Reihe von Instituten in Frankreich und Italien lag das Haupthindernis für die Eigenmittelaufbringung darin, daß sie sich im öffentlichen Besitz befinden. Französische Banken haben beispielsweise Kapital durch Austausch von Aktien mit anderen öffentlichen Unternehmen – Finanzunternehmen (Versicherungen) wie auch Wirtschaftsunternehmen – aufgebracht. In Italien bekamen die im öffentlichen Eigentum stehenden Banken durch ein im September 1990 verabschiedetes Gesetz die Möglichkeit zur Umwandlung in Aktiengesellschaften, was ihren Spielraum zur externen Eigenfinanzierung erweitert hat.

Für die meisten anderen Banken hat sich die Aufnahme von Kernkapital bzw. ergänzendem Eigenkapital 1990, insbesondere nach dem Börsenkrach, erheblich verteuert, doch hatte dies keine größeren Auswirkungen auf die Geschäftspolitik der Banken. Die wichtigsten Ausnahmen bilden einige der größten amerikanischen und japanischen Banken.

Wenngleich die jüngste Erholung an den Aktienmärkten den japanischen Banken eine Atempause verschafft hat, wurden sie durch die Kursschwäche im letzten Jahr vor ein zweifaches Problem gestellt. Einerseits wurden dadurch die Neubewertungsreserven (ergänzendes Eigenkapital) verringert, mit der Folge eines zusätzlichen Bedarfs an Kapital; andererseits wurden aber durch den Kursrückgang Eigenkapital und eigenkapitalbezogene Emissionen teurer. Im Gegen-

Unter-
schiedlicher
Anpassungs-
bedarf der
Banken:

Deutschland
und die Schweiz

Frankreich
und Italien

Japan und die
USA

satz dazu war Schätzungen zufolge im Zeitraum von fünf Jahren bis September 1990 die Eigenkapitalbasis einiger der größten City-Banken um über 300% angestiegen, wobei gut die Hälfte des Zuwachses auf das Konto von Neuemissionen ging und ein weiteres Viertel aus realisierten Kursgewinnen stammte. Die Banken haben auf den Kurseinbruch am Aktienmarkt, nach Zustimmung des Finanzministeriums Mitte 1990, mit der Begebung nachrangiger Schuldverschreibungen (Yen 2,6 Bio. bzw. fast \$ 18 Mrd. von Juni bis September), mit einem verlangsamten Bilanzsummenwachstum – vor allem durch ein Zurückführen ihrer Devisenmarkt- und Geldmarktpositionen – und mit der Veräußerung von Darlehen reagiert. Eine Reihe großer US-Banken paßte sich der schlechten Ertragssituation und den stark steigenden Finanzierungskosten im letzten Jahr durch einen verstärkten Verkauf von Aktiva und Kürzungen bei den Dividenden und Betriebsaufwendungen an. Erst im ersten Quartal 1991, als sich die Aktienkurse erholten, nahmen sie wieder in nennenswertem Maße Kapital auf.

Eigenkapital-
standards und
„credit crunch“
in den USA

Dennoch ist unklar, in welchem Maße die Eigenkapitalstandards für die in den USA als „credit crunch“ (Kreditverknappung im Sinne eines allgemeinen Anziehens der Kreditkonditionen, wobei den individuellen Umständen des einzelnen Kreditantrags eine vergleichsweise untergeordnete Rolle beigemessen wird) bekannt gewordene Erscheinung verantwortlich gemacht werden können. Die Hinweise auf die Existenz eines „credit crunch“ sind nicht eindeutig, und auch die Auswirkungen der Eigenkapitalstandards sind in Anbetracht der Eigenkapitalsituation der meisten Banken Ende 1990 nicht mit Sicherheit zu bestimmen. Beinahe 80% der 300 größten Banken erfüllten die 8%-Quote, kleinere Banken wiesen eine bessere Eigenkapitalausstattung auf. Auch ist es schwierig, die Einflüsse anderer Faktoren zu trennen, wie etwa erhöhte Vorsicht sowohl bei Kreditgebern als auch Kreditnehmern aufgrund eines gesteigerten Risikobewußtseins in Anbetracht der geschwächten Wirtschaftslage sowie als Reaktion auf Übertreibungen der Vergangenheit im Immobilien- und HLT-Geschäft.

Wenn auch die Eigenkapitalstandards anspruchsvoller geworden sind, wäre eine Lockerung dennoch unangebracht. Denn gerade in Phasen schwieriger mikro- und makroökonomischer Umfeldbedingungen ist Eigenkapital am notwendigsten – zum Schutz der Einleger, zur Begrenzung der Folgen zu hoher Risikoengagements sowie zur Verringerung der Wahrscheinlichkeit von finanziellen Schwierigkeiten. Dies könnte kurzfristig unter den schwächeren Instituten den Konsolidierungsprozeß beschleunigen, sollte aber mittelfristig zur Stärkung des Bankensektors insgesamt führen. Der Basler Ausschuß hat im Februar 1991 einen Vorschlag zur Klärung der noch offenen Frage unterbreitet, welche Arten von allgemeinen Wertberichtigungen als Eigenkapital gelten können; der Vorschlag sieht entsprechend der Überzeugung von der unveränderten Gültigkeit des gewählten Ansatzes vor, Rückstellungen für Länderrisiken nach einer Übergangsperiode aus der Eigenkapitaldefinition auszuschließen.

Abdeckung der
Marktrisiken

Die Basler Vereinbarung über Eigenkapitalstandards konzentriert sich beinahe ausschließlich auf das Kreditrisiko. Derzeit sind Arbeiten zu seiner Weiterentwicklung im Gange, um auch „Marktrisiken“, die sich aus der Anfälligkeit gegenüber Änderungen bei Wertpapierkursen, Zinssätzen und Wechselkursen ergeben, zu erfassen. Es wird jedoch keine Änderung der Vereinbarung ohne formelle Beratung mit dem Bankensektor geben. Die Vorschläge für die

Behandlung des Wechselkursrisikos sind weit gediehen. Die Arbeiten bezüglich der Wertpapierpositionen wurden durch einen gemeinsamen Beschluß der Banken- und Wertpapieraufsichtsbehörden letzten Herbst einen Schritt weitergebracht; danach will man nämlich Einvernehmen über ein aufsichtsrechtliches Regelwerk erreichen, das für Banken und Nichtbankfinanzunternehmen, die in den Wertpapiermärkten aktiv sind, gleichermaßen gelten soll. Bei der Behandlung des Zinsänderungsrisikos ergeben sich kompliziertere Probleme der Meßbarkeit. In Anbetracht der beschränkten Erfahrung der bestehenden Aufsichtssysteme auf diesem Gebiet könnte die endgültige Annahme gemeinsamer Standards noch Jahre auf sich warten lassen.

Weitere Schritte zu internationaler Zusammenarbeit

Die fortschreitende Lockerung der Beschränkungen, denen die Banken in ihrer Geschäftstätigkeit unterworfen sind, und das damit einhergehende anhaltende Wachstum von Finanzkonzernen haben die Notwendigkeit einer Zusammenarbeit der verschiedenen Aufsichtsbehörden ins Bewußtsein gerückt. Auf internationaler Ebene hat eine Zusammenarbeit zwischen Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden vor einigen Jahren begonnen. Als Antwort auf die zunehmenden Querverbindungen zwischen Banken und Versicherungen in einer Reihe von Ländern wie Frankreich, den Niederlanden, Deutschland, Dänemark, Großbritannien und Australien wurde sie kürzlich auch auf den Versicherungsbereich ausgedehnt. Im Frühjahr 1990 kam es zwischen den Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden zu einer Verständigung über die Notwendigkeit, die Hindernisse beim Austausch aufsichtsrechtlicher Informationen allmählich abzubauen; inzwischen haben sich dieser Vereinbarung auch die Versicherungsaufsichtsbehörden angeschlossen. Derzeit beginnen Arbeiten zur Lösung der schwierigeren Aufgabe, ein gemeinsames Regelwerk von Grundsätzen für die Beaufsichtigung multinationaler Konzerne, die sowohl Banken als auch andere Finanzunternehmen einschließen, zu entwickeln.

Engere Zusammenarbeit zwischen Bank-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden

Während die Banken- und Finanzmarktaufsicht ihre Schritte meist als Reaktion auf Marktentwicklungen unternommen hat, ist der Bericht des Ausschusses für Interbank-Nettingsysteme der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe überwiegend zukunftsorientiert. Der im November 1990 veröffentlichte Bericht untersucht die Bonitäts- und Liquiditätsrisiken im Zusammenhang mit der Teilnahme an bilateralen und multilateralen Interbank-Nettingvereinbarungen, durch welche die Banken versuchen können, ihre Zwischenbankpositionen und Zahlungsvolumina zu beschränken. Derzeit gibt es nur eine geringe Anzahl grenzüberschreitender Zahlungsverkehrs-Nettingvereinbarungen, aber es existieren mehrere Vorschläge zur Einrichtung multilateraler Nettingsysteme für Devisenkontrakte. Der Bericht empfiehlt auch ein Bündel an Mindestanforderungen für das Betreiben grenzüberschreitender und mehrere Währungen einbeziehender Verfahren und legt die Grundsätze für eine koordinierte Beobachtung und Überwachung durch die Zentralbanken nieder. Die Zentralbanken schlagen vor, die Beobachtung und Analyse der mit Zahlungsausgleichs- und Abwicklungssystemen – sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene – verbundenen Risiken fortzusetzen, um mögliche Bereiche zu erkennen, in denen Systemrisiken eine koordinierte Vorgehensweise erforderlich machen.

Bericht über Interbank-Nettingsysteme

VI. Internationale Finanzmärkte

Schwerpunkte

Vor dem Hintergrund erhöhter politischer Unsicherheiten, von Anzeichen für Schwächen im Finanzsystem und rezessiver Tendenzen in weiten Teilen der Weltwirtschaft verlief die Geschäftstätigkeit an den internationalen Finanzmärkten letztes Jahr etwas gedämpfter. Zwar blieb im internationalen Bankgeschäft die Nettoneukreditvergabe nur geringfügig hinter der von 1989 zurück, doch verlangsamte sich das Wachstum des Zwischenbankgeschäfts erheblich, ein Ausdruck der wachsenden Besorgnis über die Kreditwürdigkeit und der Notwendigkeit, die Zwischenvorgaben der neuen Eigenkapitalstandards zu erfüllen. Diese eigenkapitalmäßigen Zwänge trugen auch zu einer gewissen Verschärfung der Kreditkonditionen bei, führten dazu, daß Kredite abgestoßen wurden und beeinflussten vor allem das vom Markt zur Deckung des Finanzierungsbedarfs am Jahresende zur Verfügung gestellte Finanzmittelvolumen. Überdies war eine Verlagerung der Geschäftstätigkeit zu kontinentaleuropäischen Banken zu beobachten, die in der Mehrzahl nicht an Eigenkapitalknappheit litten und die von der Liberalisierung der Kapitalverkehrsbeschränkungen in mehreren Ländern profitierten. Im Gegensatz hierzu verringerte sich der Marktanteil der amerikanischen und der japanischen Banken.

Teilweise als Ergebnis der angespannteren Kreditsituation im internationalen Bankgeschäft konnten Euro-Note-Finanzierungen 1990 ein bemerkenswertes Comeback feiern; dabei gewannen bestimmte Nichtdollarwährungen wie die Ecu zunehmend an Bedeutung. Der internationale Anleihemarkt wurde erheblich durch den Rückgang der japanischen Aktienkurse und die damit im Zusammenhang stehende Flaute bei eigenkapitalbezogenen Emissionen geprägt. Das Gesamtemissionsvolumen ging gegenüber 1989 etwas zurück, obwohl das Volumen sowohl bei klassischen festverzinslichen Anleihen als auch bei variabel verzinslichen Notes anstieg. Einzelne Marktsegmente in bestimmten kleineren Währungen, insbesondere das des französischen Franc und der italienischen Lira, verzeichneten eine kräftige Ausweitung.

Die Märkte der meisten derivativen Finanzinstrumente wiesen 1990 weiterhin ein rasches Wachstum auf, besonders außerhalb der Vereinigten Staaten. Vor allem der Umsatz in Zinsoptionen und Zinsfutures expandierte kräftig. Auch der Markt für Zinsswaps entwickelte sich bis zur Jahresmitte (nur bis dann liegen Daten vor) lebhaft, wogegen die Geschäftstätigkeit bei Währungsswaps eher gedämpft verlief.

Hervorzuheben ist die rasche Entwicklung des Marktes für auf Ecu lautende Aktiva in der Berichtsperiode. Das Emissionsvolumen von Ecu-Anleihen nahm kräftig zu, wobei die Entwicklung durch einige Referenz-Emissionen öffentlicher nationaler und supranationaler Schuldner Aufwind erhielt. Aber

auch bei kürzerfristigen Finanzinstrumenten gewann die Ecu weiter an Beliebtheit.

Die internationale Verschuldungslage hat sich im letzten Jahr etwas entspannt. Eine Reihe von Ländern mit umfangreichen Verbindlichkeiten gegenüber Geschäftsbanken kam in den Genuß der öffentlich unterstützten Schuldenerleichterung im Rahmen der Brady-Initiative, und in den Bankbilanzen nahm die Bedeutung der Kreditpositionen gegenüber Entwicklungsländern weiter ab. Darüber hinaus erhielten einige Länder Nachlässe auf ihre Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Gläubigern. Für einige wenige Länder, die vorher mit finanziellen Schwierigkeiten gekämpft hatten, öffnete sich allmählich wieder der Zugang zu den internationalen Finanzmärkten. Dennoch ist es mehreren Ländern, einschließlich einiger großer Länder wie Brasilien und Argentinien, nicht in überzeugender Weise gelungen, ihre Wirtschaft zu reformieren und makroökonomische Stabilität herzustellen. Die andauernden Schwierigkeiten dieser Länder, ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen, sowie die Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position einiger osteuropäischer Länder bildeten die Schattenseiten der Entwicklung der internationalen Verschuldungslage im letzten Jahr.

Das internationale Finanzmarktgeschäft

Die internationalen Finanzmärkte setzten letztes Jahr ihre rasche Expansion fort, obwohl das Gesamtvolumen an Neuausleihungen etwas geringer als 1989 war. Im Bankgeschäft nahmen die grenzüberschreitenden Forderungen und die lokalen Fremdwährungsforderungen zusammen genommen um 9% zu, gegenüber 15% ein Jahr zuvor; für die Wachstumsverlangsamung war vor allem das Interbankgeschäft verantwortlich.

Bereinigt um durch Zwischenbankgeschäfte bedingte Doppelzählungen verringerte sich das über das internationale Bankensystem neu vermittelte Nettokreditvolumen von \$ 410 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 380 Mrd. im Jahr 1990. Mit 18% lag jedoch das Wachstum der internationalen Kreditvergabe an Schuldner in an die BIZ berichtenden Ländern deutlich über dem Wachstum der inländischen Kreditaggregate in diesem Raum. Insbesondere war in europäischen Hochzinsländern ein Anstieg der Fremdwährungskredite an Nichtbanken zu verzeichnen, und in Japan wurde ein erhebliches Volumen an inländischen Krediten über die internationalen Märkte geleitet.

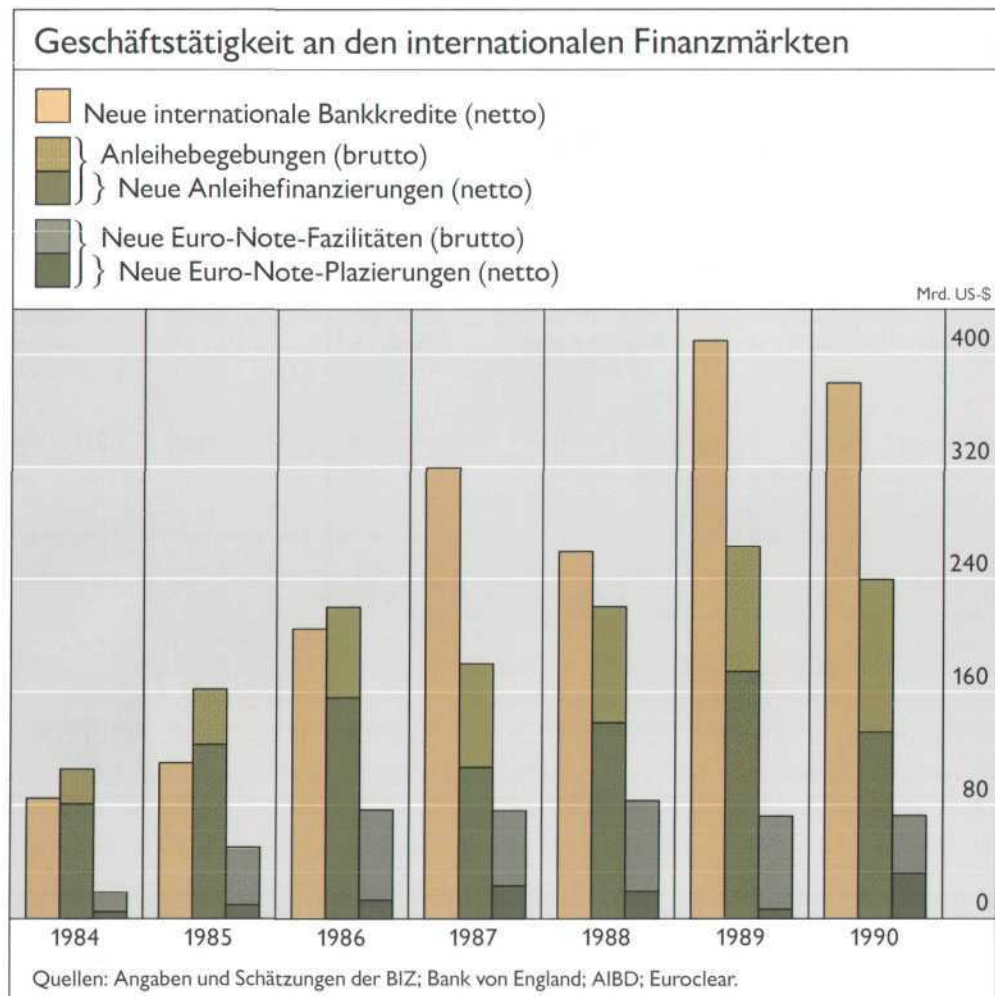
Das gegenüber den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets ausstehende Forderungsvolumen ging im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurück. Die Umsetzung der Brady-Initiative führte zu erheblichen Abschreibungen bei den Forderungen der Banken gegenüber Mexiko und dürfte auch weitere Wertberichtigungen bei Engagements gegenüber anderen hochverschuldeten Ländern ausgelöst haben. Die unsicheren wirtschaftlichen Aussichten in Osteuropa bewogen die Banken ebenfalls dazu, ihre Forderungen gegenüber diesen Ländern zu verringern.

Das Bruttoemissionsvolumen internationaler Anleihen lag 1990 mit \$ 239 Mrd. um 9% unter dem Vergleichswert von 1989. Die eigenkapitalbezogenen Emissionen gingen wegen des im gesamten Jahr 1990 schwachen japani-

Verhalteneres
Wachstum des
internationalen
Bankgeschäfts

Anhaltend kräftige
Expansion
der Endauslei-
hungen im Be-
richtsgebiet ...

... aber Abnahme
der Forderungen
an die übrigen
Länder



Ausgeprägter Rückgang der Anleihefinanzierungen

Sprunghafte Zunahme der Euro-Note-Begebungen

Geringeres Gewicht japanischer Banken und Nichtbanken an den internationalen Märkten

schen Aktienmarktes stark zurück, während sich das Neuemissionsvolumen variabler verzinslicher Notes kräftig erholte. Bei traditionellen festverzinslichen Anleihen nahm die Emissionstätigkeit etwas zu, insbesondere in einigen Nichtdollarwährungen wie dem Yen, der Ecu und dem Schweizer Franken. Das Nettofinanzierungsvolumen an den internationalen Anleihemärkten ging letztes Jahr wegen einer weiteren deutlichen Zunahme der Mittelrückflüsse aus ordentlichen Tilgungen und vorzeitigen Rückzahlungen merklich zurück. Das Verhältnis der Rückflüsse zum Bruttoemissionsvolumen erhöhte sich von 34% im Jahr 1989 auf 45%.

Am kürzeren Ende des Laufzeitepektrums stieg die Nettobegebung von Euronotes von \$ 6,9 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 32 Mrd. bzw. von 4% auf 20% der gesamten internationalen Wertpapierfinanzierung (netto).

Die verhaltenere Geschäftstätigkeit an den internationalen Finanzmärkten im Jahr 1990 ging auf eine Reihe von Ursachen zurück. In den ersten Monaten des Jahres beeinträchtigte der „dreifache Rückgang“ der Preise japanischer Finanzaktiva – der Kurssturz an der Tokioter Aktienbörse, die Abwärtsentwicklung der Yen-Anleihekurse infolge einer restriktiveren Geldpolitik und der rückläufige Yen – die Kreditaufnahme und -vergabeaktivität japanischer Marktteilnehmer. Mit dem Rückgang eigenkapitalbezogener Emissionen wandten sich die japanischen Wirtschaftsunternehmen von den internationalen

Nettofinanzierung auf den internationalen Märkten (Schätzung)							
Position	Stand Ende 1985	Veränderung ¹					Stand Ende 1990
		1986	1987	1988	1989	1990	
	Milliarden US-Dollar						
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken ²	2 574,3	509,5	601,8	436,1	684,9	480,0	5 907,2
Lokale Fremdwährungsforderungen <i>abzüglich Doppelzahlungen wegen Mittel- weitergabe zwischen den berichtenden Banken</i>	562,8	147,7	163,0	74,8	122,2	109,0	1 309,4
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³	1 652,1	452,2	444,8	250,9	397,1	209,0	3 866,6
B = Euro-Note-Plazierungen (netto)	1 485,0	205,0	320,0	260,0	410,0	380,0	3 350,0
Abgeschlossene internationale Anleihebegebungen	16,0	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	111,2
<i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufen</i>		220,5	180,0	220,7	263,6	239,4	
C = internationale Anleihefinanzierung (netto)		64,6	73,0	82,6	89,4	108,4	
	572,5	155,9	107,0	138,1	174,3	131,0	1 472,5
D = A + B + C = internationale Finanzierungen insgesamt	2 073,5	374,3	450,4	417,6	591,2	543,0	4 933,7
<i>abzüglich Doppelzahlungen⁴</i>	133,5	79,3	50,4	67,6	76,2	78,0	558,7
E = internationale Finanzierungen insgesamt (netto)	1 940,0	295,0	400,0	350,0	515,0	465,0	4 375,0

¹ Die Veränderung der Nichtdollarbankpositionen wird zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende in Dollar umgerechnet und Nichtdollaranleihen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. Die Bestandsdaten werden zu jeweiligen Wechselkursen umgerechnet. ² Banken der Zehnergruppe zuzüglich Luxemburgs, Dänemarks, Finnlands, Irlands, Norwegens, Österreichs, Spaniens, der Bahamas, Bahains, Hongkongs, der Kaimaninseln, der Niederländischen Antillen und Singapurs sowie die Filialen der US-Banken in Panama. ³ Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebiets, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel 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 für Zwecke inländischer Kreditvergabe in Landeswährung umwandeln oder sie dazu verwenden, unmittelbar Fremdwährungsgelder an inländische Kunden auszuliehen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie an das Ausland weiterzugeben. ⁴ Von den berichtenden Banken übernommene internationale 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.

Wertpapiermärkten ab. Der Anteil internationaler Anleihen an der Gesamtfinanzierung japanischer Unternehmen ging von 13% im Jahr 1989 auf 5,4% in den ersten drei Quartalen 1990 zurück. Gleichzeitig verringerten japanische Investoren angesichts steigender inländischer Zinsen und starker Wechselkurschwankungen ihre Engagements an den internationalen Märkten. Schließlich gerieten die japanischen Banken hinsichtlich ihrer Eigenkapitalquoten unter Druck, da die Aktienkursrückgänge ihre Neubewertungsrücklagen um über die Hälfte reduzierten. Nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung können die Banken 45% ihrer Neubewertungsrücklagen als „ergänzendes Eigenkapital“ geltend machen; bei den japanischen Banken machten derartige Reserven Ende März 1990 rund 90% ihres ergänzenden Eigenkapitals aus. Infolge des Aktienkursrückgangs waren die Eigenkapitalquoten der Banken bis Ende September 1990 gegenüber Ende März um schätzungsweise 1½–2 Prozentpunkte gefallen, und zwar trotz der starken Höherbewertung des Yen, durch die der Yen-Gegenwert

Auswirkungen
der Golfkrise
auf Bankgeschäft
im Nahen Osten

ihrer Dollaraktiva verringert wurde. Die japanischen Behörden versuchten die Situation zu entschärfen, indem sie den Geschäftsbanken erstmal erlaubten, auf den internationalen Märkten nachrangige Anleihen zu begeben. Im dritten Quartal 1990 konnten die japanischen Banken auf diese Weise insgesamt \$ 6,7 Mrd. aufbringen. Gleichzeitig schränkten sie ihre Bilanzkosmetik per Ende März und Ende September rigoros ein.

Die Invasion in Kuwait im August und der darauf folgende kräftige Ölpreisanstieg erschütterten die Weltfinanzmärkte. Die Preise für Finanzaktiva reagierten heftig: Sowohl die Aktien- als auch die Anleihekurse fielen tief. Auch das internationale Bankgeschäft war betroffen, vor allem jenes mit Banken des Nahen Ostens. Geschäfte mit Kuwait und dem Irak wurden ausgesetzt. Auch andere Banken der Golfregion mußten erhebliche Einlagenabzüge und Kürzungen ihrer Kreditlinien hinnehmen. Von Ende Juni bis Ende September gingen die internationalen Forderungen der Offshore-Bankinstitute in Bahrain um 14% zurück; in den Folgemonaten führten jedoch die gestiegenen Öleinnahmen der OPEC-Länder zu erheblichen Mittelrückflüssen zu diesen Banken.

Spannungen am
Interbankmarkt
zum Jahresende

Im vierten Quartal mußten eine Reihe international tätiger Banken eine Herabsetzung ihrer Bonitätseinstufung hinnehmen, und im Interbankmarkt hieß es, daß einige Institute mit Refinanzierungsproblemen konfrontiert gewesen seien. Mehrere große Banken scheinen nicht bereit gewesen zu sein, den Liquiditätsbedarf ihrer Geschäftspartner zum Ende des Kalenderjahres zu decken, und kürzten deren Kreditlinien oder verlängerten in einzelnen Extremfällen fällige Einlagen nicht weiter. Als Folge waren Refinanzierungsmittel Ende 1990 weitaus knapper als in den Vorjahren. Der Tagesgeldsatz auf dem amerikanischen Inlandsmarkt zog kräftig an und erreichte Ende November 20–25%. Nach einer kurzen Entspannung Anfang Dezember wurde die Nachfrage nach liquiden Mitteln gegen Jahresende wieder hektischer, so daß die Euro-Dollar-Sätze für Gelder über den Jahresultimo einmal sogar auf 30% kletterten. Besorgnis über die Schuldnerbonität war auch auf dem Euro-Dollar-Anleihemarkt erkennbar: Der Renditeaufschlag bei Industrieanleihen hoher Bonität gegenüber amerikanischen Staatspapieren weitete sich um 40 bis 60 Basispunkte aus. Bis Anfang 1991 waren die Aufschläge jedoch wieder auf normalere Werte zurückgekehrt.

Der internationale Bankensektor

Entwicklung der zusammengefaßten Bankpositionen

Veränderter
Charakter
des Interbank-
geschäfts

Im letzten Jahr erhöhten sich die grenzüberschreitenden Forderungen zuzüglich der Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige der an die BIZ berichtenden Banken um \$ 589 Mrd., d.h. um \$ 218 Mrd. weniger als im Vorjahr. Innerhalb des Berichtsgebiets ging das Zwischenbankgeschäft erheblich zurück; sein Anteil an der Gesamtausweitung der zusammengefaßten internationalen Bruttobankpositionen machte nur 58% bzw. – wenn die Transaktionen zwischen verbundenen Niederlassungen herausgerechnet werden – nur rund 40% aus. Dies war erheblich weniger als in den Vorjahren. Die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit einiger Banken, die Notwendigkeit, die Eigenkapitalstandards einzuhalten, die breitere Verwendung derivativer Instrumente und die fortschreitende

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Position	Veränderung, wechselkursbereinigt				Stand Ende 1990
	1987	1988	1989	1990	
	Milliarden US-Dollar				
A = Forderungen an Außengebietsländer darunter: an Nichtbanken	11,6 2,7	13,5 -4,3	- 1,7 -11,5	-17,0 -15,3	718,6 390,5
B = Internationale Forderungen an im Berichtsgebiet Ansässige	740,9	496,4	793,8	583,6	6 336,1
1) Forderungen an Nichtbanken	187,2	159,9	229,5	241,0	1 684,4
2) Bankeigene Verwendung internationaler Interbankmittel für Inlandskredite	108,9	85,6	167,2	133,6	785,1
3) Wiederanlage zwischen Banken	444,8	250,9	397,1	209,0	3 866,6
C = Nicht zurechenbar	12,4	1,1	15,0	22,4	161,9
D = A + B + C = Internationale Bankforderungen insgesamt (brutto)	764,8	510,9	807,1	589,0	7 216,6
E = D - B (3) = Internationale Bankkredite (netto, geschätzt)	320,0	260,0	410,0	380,0	3 350,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Außengebietsländern darunter: gegenüber Nichtbanken	48,7 12,0	41,5 21,1	57,6 27,8	69,4 20,2	656,3 252,5
B = Internationale Verbindlichkeiten gegenüber im Berichtsgebiet Ansässigen	725,6	460,8	720,1	525,9	6 177,6
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	71,0	66,3	159,7	111,3	1 044,7
2) Bankeigene Bereitstellung inländischer Mittel für den internationalen Interbankmarkt*	164,1	118,8	147,0	171,3	1 333,0
3) Wiederanlage zwischen Banken	490,5	275,7	413,4	243,3	3 799,9
C = Nicht zurechenbar	36,2	33,3	45,7	28,0	316,0
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten insgesamt (brutto)	810,5	535,7	823,4	623,3	7 149,9

* Einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen.

* Einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen.

Liberalisierung der Geldmärkte in mehreren Ländern, insbesondere in Japan, trugen zu dieser Abnahme des Anteils des Interbankgeschäfts bei. Gleichzeitig blieb der internationale Interbankmarkt eine wichtige Finanzierungsquelle für das nationale Kreditgeschäft: Die Nettokreditaufnahme der berichtenden Banken am internationalen Zwischenbankmarkt hat sich in Relation zum Bruttovolumen ihrer internationalen Zwischenbanktransaktionen kontinuierlich erhöht: von 12% im Jahr 1986 auf 39% im Jahr 1990.

Das Neukreditgeschäft beschränkte sich im letzten Jahr im wesentlichen auf das Berichtsgebiet. Abzüglich der Doppelzahlungen erhöhten sich die Endausleihungen an diese Ländergruppe um \$ 375 Mrd., wovon über \$ 240 Mrd. auf Direktkredite an Nichtbanken entfielen. Hingegen nahmen die identifizierten Forderungen an Außengebietsländer um \$ 17 Mrd. ab. Auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen stellten die Länder des Außengebiets in erheblichem Maße Mittel zur Verfügung, so daß sich ihre Einlagen um fast \$ 70 Mrd. erhöhten. Die gesamte Nettoverschuldung dieser Länder gegenüber den an die BIZ berichten-

Weitere
Verlagerung zu
Ausleihungen
an Nichtbanken
im Berichtsgebiet

den Banken nahm daher auf \$ 62 Mrd. ab und entsprach damit nur noch einem Viertel des Wertes drei Jahre zuvor. Die regional nicht zurechenbaren Forderungen schließlich, zu denen bestimmte Wertpapierbestände sowie Forderungen an internationale Organisationen zählen, erhöhten sich um \$ 22 Mrd.

Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts

Die stufenweise Einführung der neuen Mindesteigenkapitalstandards, die geringere Aufnahmefähigkeit der Aktienmärkte und – in einigen Ländern – die Verschlechterung der Bonitätseinstufung der Banken hinterließen im letzten Jahr deutliche Spuren in der Zusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts, betrachtet unter dem Blickwinkel der nationalen Zuordnung des Eigentums an den berichtenden Banken. Die japanischen Banken, die bisher die treibende Kraft bei der Expansion des internationalen Bankgeschäfts gewesen waren, zeichneten – zu laufenden Dollarkursen gerechnet (wechsellkursbereinigte Werte sind nicht verfügbar) – für weniger als 20% des Anstiegs der internationalen Aktiva der berichtenden Banken verantwortlich, so daß ihr Anteil an den gesamten ausstehenden Positionen gegenüber dem Höchstwert von 38% im Jahr 1988 bis Ende letzten Jahres auf 35,5% zurückging. Die internationalen Forderungen der US-Banken fielen um \$ 15 Mrd., und ihr Anteil an den Gesamtaktiva sank weiter auf einen historischen Tiefstwert von 12%. Ohne die Forderungen an verbundene Niederlassungen gerechnet, liegt der Anteil der US-Banken an den gesamten internationalen Forderungen mit unter 8% bereits deutlich hinter dem Anteil deutscher (11,5%) und französischer (10,5%) Institute. Die europäischen Banken, deren Anteil an der Expansion in den vergangenen Jahren im Durchschnitt rund 35% betragen hatte, waren im Vorjahr für mehr als drei Viertel der Gesamtausweitung der internationalen Bankaktiva verantwortlich.

Zu laufenden Dollarkursen gerechnet verlangsamte sich das Wachstum der internationalen Forderungen japanischer Banken von \$ 202 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 153 Mrd. Wechselkursbereinigt betrug der Anstieg im letzten Jahr gar nur ein Drittel des Wertes von 1989. Nach mehreren Jahren anhaltenden Wachstums reduzierten die japanischen Banken die grenzüberschreitenden Forderungen ihrer US-Niederlassungen um \$ 24 Mrd. und verringerten ihre in Tokio und London abgewickelte internationale Neukreditvergabe (in Tokio wechsellkursbereinigt um über 50%). Andererseits bauten sie ihre Präsenz auf dem europäischen Festland, insbesondere in Frankreich und Belgien, weiter aus. Auf der Herkunftsseite ihrer Bilanzen lag das langsamere Wachstum vor allem in der verringerten Inanspruchnahme des internationalen Interbankmarktes begründet, der in der Vergangenheit ihre Hauptrefinanzierungsquelle gewesen war. Sogar zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet ging die Neukreditaufnahme bei nichtverbundenen Banken um beinahe zwei Drittel zurück.

Die absolute Abnahme der internationalen Forderungen der US-Banken betraf praktisch alle berichtenden Finanzzentren mit Ausnahme Londons. Der größte Teil des Rückgangs (\$ 20 Mrd.) entfiel auf die amerikanischen Banken im Inland, obwohl die relative Abnahme bei den Niederlassungen in Kontinentaleuropa sogar noch stärker war. Deutliche Unterschiede bestanden zwischen der Geschäftsentwicklung mit verbundenen und jener mit anderen Instituten. Die ausstehenden Forderungen gegenüber nichtverbundenen Banken fielen um

Deutliche
Verschiebung
der Marktanteile

Geringeres
Gewicht
japanischer
Banken ...

... und
US-Banken

Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach der Nationalität der Banken*

Position	Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1989				Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1990				Gesamtbestand	
	Insge- samt	davon gegenüber			Insge- samt	davon gegenüber			Ende 1985	Ende 1990
		Verbun- dene Nieder- lassun- gen	Andere Banken	Nicht- banken		Verbun- dene Nieder- lassun- gen	Andere Banken	Nicht- banken		
	Milliarden US-Dollar									
Japanische Banken										
Forderungen	202,0	87,0	79,6	35,3	153,0	71,6	49,9	31,6	707,0	2 120,4
Verbindlichkeiten	211,1	41,9	160,5	8,6	135,1	38,5	56,4	40,3	672,5	2 059,8
US-Banken										
Forderungen	60,9	46,2	1,4	13,2	−15,3	10,1	−30,3	4,9	593,3	712,4
Verbindlichkeiten	68,3	45,3	−8,1	31,2	− 2,7	14,3	− 6,2	−10,9	555,2	741,6
Deutsche Banken										
Forderungen	81,6	18,9	50,8	12,0	166,2	36,8	82,2	47,1	191,0	601,8
Verbindlichkeiten	54,2	14,9	6,7	32,7	130,2	34,5	41,8	53,8	157,4	459,3
Französische Banken										
Forderungen	45,5	4,3	25,0	16,4	122,3	39,3	49,8	33,1	245,2	555,2
Verbindlichkeiten	56,1	0,3	25,8	30,0	154,2	52,6	49,0	52,6	248,9	610,9
Italienische Banken										
Forderungen	52,6	3,3	25,6	23,7	73,5	8,4	27,7	37,4	113,5	328,0
Verbindlichkeiten	47,7	0,8	31,2	15,8	74,0	7,7	45,6	20,7	115,1	330,5
Britische Banken										
Forderungen	7,9	7,5	−3,2	3,6	25,2	0,0	20,8	4,4	191,0	272,3
Verbindlichkeiten	39,8	6,2	−5,8	39,7	13,2	0,3	11,6	1,1	200,8	321,6
Übrige										
Forderungen	102,9	27,2	11,8	64,0	262,2	68,6	89,6	104,1	672,7	1 379,2
Verbindlichkeiten	83,6	8,8	41,8	32,3	321,6	77,6	115,7	128,5	664,9	1 444,3
Insgesamt										
Forderungen	553,4	194,4	191,0	168,2	787,1	234,8	289,7	262,6	2 713,7	5 969,3
Verbindlichkeiten	560,8	118,2	252,1	190,3	825,6	225,5	313,9	286,1	2 614,8	5 968,0

* Die Tabelle enthält Angaben über die grenzüberschreitenden Positionen in allen Währungen zuzüglich der Fremdwährungspositionen gegenüber Ortsansässigen der Banken in den folgenden siebzehn Ländern: Belgien, Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Österreich, Schweden, der Schweiz, Spanien und den USA (nur grenzüberschreitende Positionen in Landeswährung). In den die US-Banken betreffenden Zahlen sind auch die grenzüberschreitenden Positionen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur enthalten. Die internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten sind in der Tabelle nach der Nationalität der Besitzverhältnisse bei den berichtenden Banken klassifiziert. Die Positionen der Nichtbanken schließen Währungsinstitutionen und – auf der Passivseite – CD-Emissionen und sonstige Wertpapierbegebungen der Banken mit ein.

\$ 30 Mrd., während die Forderungen zwischen konzerneigenen Niederlassungen um \$ 10 Mrd. zunahmen, da Londoner Tochterinstitute herangezogen wurden, um die Finanzierungslücke zu schließen, die andernorts namentlich durch Nichtbankeinlagenabgänge bei US-Banken in Höhe von \$ 11 Mrd. entstand.

Die europäischen Banken, vor allem jene mit Hauptsitz in Kontinentaleuropa, weiteten ihr internationales Geschäft im letzten Jahr kräftig aus. Zu laufenden Dollarwerten gerechnet stiegen ihre grenzüberschreitenden For-

Starkes Wachstum des internationalen Geschäfts der kontinentalen europäischen Banken

derungen in allen Währungen zuzüglich der lokalen Fremdwährungsforderungen um \$ 595 Mrd. (28%). Die Expansion war breit über die Nationalitätengruppen gestreut. Den größten absoluten Zuwachs verzeichneten die deutschen und französischen Banken, die höchsten Wachstumsraten (40% und mehr) im internationalen Geschäft verzeichneten die schwedischen, spanischen und finnischen Banken. Länder, die ihre verbliebenen Kapitalverkehrsbeschränkungen vor kurzem abgeschafft hatten, beobachteten einen sehr raschen Anstieg der Ausleihungen an inländische Nichtbanken; diese Fremdwährungskredite wurden größtenteils durch inländische Banken im Land des Kreditnehmers vergeben, die sich ihrerseits auf dem internationalen Zwischenbankmarkt refinanzierten. Vor allem in Finnland, Frankreich, Italien und Schweden war dies der Fall. Außerdem bewirkte die rasche Entwicklung der Geschäftstätigkeit in verschiedenen EG-Finanzzentren, die mit Fusionen und Übernahmen verbunden war, notwendigerweise eine wesentliche Ausweitung der Geschäftstätigkeit zwischen den einzelnen Nationalitätengruppen von Banken. Auch am Zuwachs

Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Forderungen									
Position der Banken in	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1990		
	1989			1990			Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungs- posi- tionen
	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungs- posi- tionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungs- posi- tionen	Landes- währung	Fremd- währung	
	Landes- währung	Fremd- währung		Landes- währung	Fremd- währung				
	Milliarden US-Dollar								
Großbritannien	5,1	50,0	10,6	8,3	76,8	27,2	97,6	971,4	315,0
Frankreich	4,3	50,3	4,3	8,9	55,8	-2,3	66,6	358,1	77,8
Deutschland	34,3	20,0	0,2	29,6	38,8	3,0	244,6	124,4	7,8
Luxemburg	0,2	36,3	4,4	0,9	40,5	6,1	4,9	291,1	50,3
Belgien	0,5	19,3	1,8	1,9	20,9	4,9	13,8	183,2	57,0
Niederlande	5,8	16,4	5,1	0,6	21,8	3,1	33,1	141,3	27,2
Schweiz	-5,7	-0,3	3,6	- 3,6	6,9	0,3	66,0	76,6	20,5
Schweden	1,6	4,4	16,6	- 1,9	4,7	21,7	1,7	24,4	73,4
Übrige europäische Länder	12,0	18,5	18,4	- 7,3	26,8	25,0	34,4	225,8	151,9
Europäische Länder zusammen	58,1	214,9	65,0	37,4	293,0	89,0	562,7	2 396,3	780,9
Japan: Offshore- Markt	69,0	46,0	26,0	18,6	34,0	25,0	215,0	280,0	92,0
Übrige	4,0	33,5	29,3	1,3	18,7	-9,5	202,8	252,8	406,3
USA: IBF	29,2	-0,7	0,0	-38,5	- 6,2	0,0	251,3	51,5	0,0
Übrige	15,4	2,6	0,0	15,3	1,4	0,0	261,1	14,5	0,0
Asiatische Finanzplätze	-1,1 ¹	117,6 ²	..	2,2 ¹	115,3 ²	..	6,8 ¹	827,9 ²	..
Übrige Finanzplätze ³	0,5 ⁴	95,9	1,9 ⁴	0,1 ⁴	-12,7	4,5 ⁴	4,4 ⁴	580,0	30,2 ⁴
Insgesamt	175,1	509,8	122,2	36,4	443,5	109,0	1 504,1	4 403,0	1 309,4
¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.									

¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.

der internationalen Nichtbankeinlagen und der Direktkredite an Nichtbanken im letzten Jahr hatten die Banken aus kontinentaleuropäischen Ländern den größten Anteil.

Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen

Das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts konzentrierte sich im Jahr 1990 größtenteils auf die europäischen Finanzplätze, auf die 70% der gesamten grenzüberschreitenden zuzüglich der lokalen Fremdwährungsausleihungen entfielen. Den größten Anstieg bei den grenzüberschreitenden Aktiva (\$ 85 Mrd.) verzeichneten die Banken in Großbritannien. Diese Banken nahmen in erheblichem Ausmaß Mittel in Pfund Sterling im Ausland auf (netto \$ 19 Mrd.). Die Auslandsaktiva der französischen Banken stiegen weiter stark an (18%); per saldo nahmen sie allerdings umfangreiche ausländische Mittel in ihrer Landeswährung auf, um die von französischen Nichtbanken ins Ausland verlagerten Einlagen wieder nach Frankreich rückzuführen (s. S. 140/141).

Lebhaftes
Geschäft an
europäischen
Finanzplätzen

Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Verbindlichkeiten									
Position der Banken in	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1990		
	1989			1990			Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen
	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen	Landes- währung	Fremd- währung	
	Landes- währung	Fremd- währung		Landes- währung	Fremd- währung				
Milliarden US-Dollar									
Großbritannien	17,7	62,7	−8,3	27,3	75,0	35,9	175,8	1 025,5	282,1
Frankreich	15,9	50,1	12,5	40,9	47,2	−12,3	96,9	385,1	62,4
Deutschland	12,1	13,1	1,3	15,1	31,8	3,7	126,1	98,8	10,8
Luxemburg	0,7	34,2	6,5	0,8	35,4	7,8	5,2	266,0	62,6
Belgien	1,8	15,8	5,8	2,3	13,1	8,2	22,7	194,6	47,9
Niederlande	1,1	8,1	7,7	2,6	18,1	5,9	24,6	123,6	34,9
Schweiz	3,8	6,1	2,1	7,4	4,2	2,3	37,9	73,5	23,3
Schweden	0,2	18,4	0,7	− 0,4	21,8	4,0	3,9	86,7	12,4
Übrige europäische Länder	10,3	36,0	4,6	1,5	39,2	15,5	43,9	355,7	57,2
Europäische Länder zusammen	63,6	244,5	32,9	97,5	285,8	71,0	537,0	2 609,5	593,6
Japan: Offshore- Markt	19,7	38,0	35,0	9,5	28,0	30,0	136,0	282,0	90,0
Übrige	36,5	46,6	13,9	− 6,1	15,6	− 2,5	177,2	363,3	325,6
USA: IBF	48,6	−1,9	0,0	−16,7	−4,4	0,0	317,5	55,9	0,0
Übrige	15,2	−0,6	0,0	19,8	1,0	0,0	269,3	13,2	0,0
Asiatische Finanzplätze	4,0 ¹	109,2 ²	..	2,0 ¹	99,1 ²	..	12,7 ¹	761,2 ²	..
Übrige Finanzplätze ³	2,0 ⁴	114,9	1,3 ⁴	0,6 ⁴	−7,7	0,8 ⁴	9,9 ⁴	584,6	11,5 ⁴
Insgesamt	189,6	550,7	83,1	106,6	417,4	99,3	1 459,5	4 669,7	1 020,7

¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.

¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.

Rund \$ 20 Mrd. des ausgewiesenen Wachstums der Auslandspositionen deutscher Banken gingen auf die Einbeziehung ostdeutscher Banken in den Kreis der an die BIZ berichtenden Banken zurück. Die Banken in Deutschland waren weiterhin in erheblichem Maße Nettokapitalexporteure und stellten dem internationalen Markt \$ 14,5 Mrd. an Mitteln in Landeswährung zur Verfügung, wovon ein sehr erheblicher Anteil längerfristige Kredite waren. Auch in Spanien und Dänemark wuchsen die Auslandsaktiva der Banken besonders kräftig (33% bzw. 20%).

Geringere
Zunahme des
grenzüberschrei-
tenden Geschäfts
der Banken
in Japan ...

Die Zunahme der grenzüberschreitenden Forderungen der Banken in Japan ging von \$ 153 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 73 Mrd. zurück. Die Entwicklung konzentrierte sich wieder einmal auf den japanischen Offshore-Markt, über den die japanischen Banken dem internationalen Markt netto \$ 15 Mrd. zuführten, vor allem den Offshore-Zentren in Asien. Das Auslandsgeschäft der Banken in Hongkong und Singapur expandierte sehr rasch (20%), wobei über 75% des Wachstums ihrer grenzüberschreitenden Aktiva auf Forderungen an Japan entfielen.

... und Rückgang
bei Banken
in den USA

Die Auslandsforderungen der Banken in den Vereinigten Staaten gingen um \$ 28 Mrd. zurück. Ein großer Teil des Rückgangs war durch Abschreibungen bei Forderungen an Entwicklungsländer verursacht, von denen ein großer Teil über die Internationalen Bankenfreizonen (IBF) abgewickelt worden war. Die Abnahme bei den über die IBF abgewickelten Forderungen hing auch bis zu einem gewissen Grad mit der Verringerung der Pflichtreserven Ende 1990 zusammen. Der starke Umschwung bei den Forderungen der Banken an den karibischen Offshore-Finanzplätzen (ohne Nicht-US-Banken auf den Kaimaninseln) von einem Zuwachs in Höhe von \$ 94 Mrd. im Jahr 1989 zu einem absoluten Rückgang von \$ 15 Mrd. spiegelte zum Teil den Rückgang des Geschäfts der Banken in den Vereinigten Staaten wider.

Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet

Beschleunigte
Expansion
der Ausleihungen
an Nichtbanken

Die weitere beschleunigte Expansion des Direktgeschäfts der berichtenden Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet bezog ein breites Spektrum von Ländern ein. In Europa führte der kürzliche Abbau der Kapitalverkehrsbeschränkungen in vielen Ländern zu einem deutlich merkbaren weiteren Zusammenwachsen der nationalen mit den internationalen Märkten. Im vergangenen Jahr wurde ein beispiellos hoher Anteil der gesamten Bankkredite über den internationalen Markt geleitet. Vor allem in Hochzinsländern, in denen man auf kurze Sicht mit stabilen Wechselkursrelationen rechnete, stellte sich die Kreditaufnahme in Fremdwährung oder im Ausland als sehr attraktiv heraus. Die Italiener nahmen Kredite im Rekordvolumen von \$ 23 Mrd. direkt bei ausländischen Banken und weitere \$ 5 Mrd. in Fremdwährung bei inländischen Banken auf. Diese internationale Kreditaufnahme entsprach 40% der Gesamtausweitung der Bankkredite im Inland. In Schweden erreichten die internationalen Kredite an schwedische Nichtbanken, die vor allem in Form von Fremdwährungskrediten inländischer Banken gewährt wurden, das Dreizehnfache der inländischen Neukreditvergabe in schwedischer Krone. In einem absolut gerechnet etwas geringeren Umfang nahmen finnische Schuldner im Inland Fremdwährungskredite in Höhe von \$ 6 Mrd. auf. In den Niederlanden kann der Rekordwert von

Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe

Forderungen an Nichtbanken	Veränderung, wechselkursbereinigt						Stand Ende 1990		
	Grenzüberschrei- tende Positionen		Lokale Fremdwährungs- positionen		Nachrichtlich: inländische Bankkredite ¹		Grenz- über- schrei- tende Positio- nen	Lokale Fremd- währungs- positio- nen	Nach- richtlich: inländi- sche Bank- kredite ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
Milliarden US-Dollar									
USA	35,5	11,7	0,0	0,0	89,5	—9,3	231,5	0,0	4 344,1
Japan	47,5	63,5	11,4	8,4	398,4	381,6	196,7	226,8	4 528,1
Deutschland	1,7	2,5	—0,2	1,5	80,0	117,9 ²	82,7	4,5	1 779,7 ²
Frankreich	1,8	5,8	0,2	0,8	90,3	115,8	28,9	21,3	1 363,4
Italien	10,9	22,9	7,0	5,0	57,1	69,6	73,3	51,8	771,3
Großbritannien	8,3	10,1	29,7	9,6	146,2	138,4	53,4	132,7	1 147,7
Kanada	5,2	5,1	1,8	4,3	28,1	22,2	30,3	27,8	280,7
Niederlande	7,8	15,5	3,9	3,3	13,2	15,8	54,3	18,9	332,5
Schweiz	4,0	4,2	2,3	1,4	34,7	28,6	25,4	12,7	343,0
Schweden	2,8	4,9	15,8	17,8	5,4	1,7	19,2	65,3	126,6
Belgien-Luxemburg	3,3	2,6	2,9	0,4	29,5	14,6	27,2	36,8	335,1

¹ Ohne Fremdwährungskredite: ² Nur Westdeutschland.

¹ Ohne Fremdwährungskredite. ² Nur Westdeutschland.

\$ 18,8 Mrd. an neuen Krediten an Inländer nicht direkt mit der Kreditentwicklung in diesem Land verglichen werden, da ein großer Teil der Mittel von Finanzierungsgesellschaften ausländischer Unternehmen aufgenommen und in das Ausland transferiert wurde.

Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an japanische Nichtbanken beschleunigte sich von \$ 48 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 64 Mrd. Diese Ausweitung ging mehr als zur Gänze auf die Neukreditvergaben durch asiatische Offshore-Zentren zurück. Eine mögliche Ursache für diese massive Kreditvergabe der Offshore-Finanzplätze an Japaner könnten die informellen Richtlinien für die inländische Kreditexpansion der Banken gewesen sein. Die Ausleihungen an britische und amerikanische Nichtbanken waren letztes Jahr wegen des Rückgangs des auf Fusionen und Übernahmen bezogenen Geschäfts und wegen wachsender Besorgnis über Kreditrisiken etwas niedriger.

Was die Herkunftsseite der Bankbilanzen betrifft, nahmen die internationalen Einlagen von Nichtbanken aus dem Berichtsgebiet um \$ 111 Mrd. (12%) zu. In zahlreichen kontinentaleuropäischen Ländern scheint die Austauschbarkeit zwischen Einlagen im Inland und Einlagen im Ausland zu wachsen. Das im historischen Vergleich sehr hohe Niveau der kurzfristigen Zinssätze erhöhte die impliziten Kosten der Mindestreservehaltung in Deutschland, so daß sich das Zinsgefälle zwischen inländischen Einlagen und Einlagen am Euromarkt ausweitete. Als Ergebnis stiegen die Einlagen deutscher Nichtbanken bei ausländischen Banken um weitere \$ 26 Mrd. Dieser Zuwachs entsprach etwa 50% des Anstiegs des weitgefaßten deutschen inländischen Geldmengenaggregats M₃. Nach Aufhebung der Kapitalverkehrsbeschränkungen im letzten Jahr trugen auch in Frankreich die Reservevorschriften in erheblichem Maße dazu bei, daß Einlagen fran-

Weitere
Zunahme der
Kreditvergabe
an japanische
Nichtbanken

Starkes Wach-
stum der Nicht-
bankeinlagen ...

... selbst
gemessen an
inländischen
Geldmengen-
aggregaten

Der internationale Bankenmarkt als Empfänger von Nichtbankeinlagen aus den Ländern der Zehnergruppe

Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken in	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1990		
	Grenzüber-schreitende Positionen		Lokale Fremdwährungs-positionen		Nachrichtlich: weit abgegrenz-tes Geldmengen-aggregat ¹		Grenz-über-schrei-tende Positio-nen	Lokale Fremd-währungs-positio-nen	Nach-richtlich: weit ab-gegrenz-tes Geld-mengen-aggregat ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
	Milliarden US-Dollar								
USA	18,7	0,5	0,0	0,0	159,7	63,6	257,9	0,0	4 035,4
Japan	13,5	-3,6	..	..	350,5	260,0	21,0	..	3 757,2
Deutschland	23,0	25,5	1,1	2,1	38,8	49,2 ²	112,8	7,4	889,6 ²
Frankreich	5,1	10,1	8,0	-6,5	68,0	73,4	30,6	12,3	970,7
Italien	1,6	5,4	1,1	0,9	96,3	100,0	14,4	4,7	1 032,3
Großbritannien	7,0	8,8	12,8	18,6	109,7	98,6	50,5	94,6	919,2
Kanada	0,1	0,4	1,5	0,5	28,3	20,3	12,6	9,1	270,5
Niederlande	10,4	1,1	6,9	5,6	14,8	10,7	49,9	26,1	144,9
Schweiz	13,4	9,4	2,1	1,3	13,8	8,6	66,8	12,9	288,3
Schweden	1,1	0,0	-0,3	0,6	8,8	10,0	4,1	5,0	116,9
Belgien-Luxemburg	5,2	6,1	8,8	5,4	17,5	6,6	33,1	40,0	194,0

¹ Belgien-Luxemburg und Niederlande: M2; Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; USA: M3-Tagesgeld und Terminanlagen am Eurodollar-markt; übrige Länder: M3. ² Nur Westdeutschland.

¹ Belgien-Luxemburg und Niederlande: M2; Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; USA: M3-Tagesgeld und Terminanlagen am Eurodollar-markt; übrige Länder: M3. ² Nur Westdeutschland.

zösischer Gebietsansässiger, insbesondere kurzfristige Geldmarktfonds, vom inländischen Markt auf die Euromärkte ausweichen. In den ersten drei Quartalen 1990 machten die identifizierten grenzüberschreitenden Einlagen französischer Nichtbanken \$ 15 Mrd. aus, was 18% des Wachstums von M₃ entsprach. Nachdem jedoch die Pflichtreserven im Oktober gesenkt wurden, verringerten die französischen Anleger ihre Einlagen im Ausland um \$ 4,5 Mrd. Das ausstehende Volumen an grenzüberschreitenden Einlagen italienischer Nichtbanken expandierte um 60% auf \$ 14,4 Mrd. Die Auslandseinlagen der schweizerischen Nichtbanken wuchsen rasch; ihr Anstieg übertraf 1990 in absoluten Zahlen das Wachstum des inländischen Geldmengenaggregats M₃.

Auch in Großbritannien nahmen die grenzüberschreitenden Einlagen der Nichtbanken, vor allem die der Nichtbankfinanzinstitute, erheblich zu (\$ 8,8 Mrd.). Im Unterschied dazu dürften die Euroeinlagen von in den USA Ansässigen im letzten Jahr nur \$ 0,5 Mrd. erreicht haben; zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind allerdings noch keine Zahlen über die Nicht-US-Banken auf den Kaimaninseln verfügbar, die im Jahr davor ein überaus kräftiges Wachstum bei derartigen Einlagen verzeichnet hatten. Über die Treuhandkonten schweizerischer Banken wurden schätzungsweise \$ 45 Mrd. an Nichtbankgeldern an die internationalen Märkte geleitet.

Deutlicher Rückgang der Forderungen an Außengebiets-länder

Entwicklung der Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Die Forderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets, die bereits 1989 um \$ 2 Mrd. zurückgegangen waren, fielen im letzten Jahr um weitere \$ 17 Mrd. Was die Entwicklungsländer (ohne OPEC-Länder) betrifft,

so beschleunigte sich der Abbau der gegenüber Lateinamerika bestehenden Positionen der berichtenden Banken: Nach \$ 17 Mrd. im Jahr 1989 gingen diese 1990 um \$ 27 Mrd. zurück. Die bei weitem stärkste Abnahme gab es gegenüber Mexiko, dessen Bankverschuldung um \$ 15 Mrd. (22%) verringert wurde. Diese Entwicklung spiegelte zum Großteil die Präferenz der Banken für eine Umwandlung ihrer Forderungen in mit einem Abschlag versehene Anleihen gemäß dem im März 1990 abgeschlossenen Abkommen wider; daneben spielten auch der Rückkauf von Schulden, die Umwandlung von Schulden in Kapitalbeteiligungen sowie direkte Forderungsverkäufe eine Rolle. Gleichzeitig stockte Mexiko seine Guthabenstände bei den Banken um \$ 3,4 Mrd. auf, so daß sich per Jahresende die erfaßten Nettoforderungen an Mexiko auf \$ 29 Mrd. beliefen, was etwa einer Halbierung seit 1985 entspricht. Rückgänge der identifizierten Forderungen waren auch gegenüber Brasilien (\$ 7,1 Mrd.) und Argentinien (\$ 3,5 Mrd.) zu verzeichnen. Während in Argentinien Schuldenumwandlungsprogramme für den Großteil des Rückgangs verantwortlich waren, ging der berichtete Abbau der Bankschulden im Fall von Brasilien, das bis Jahresende gegenüber den Gläubigerbanken Zahlungsrückstände in Höhe von über \$ 8 Mrd. akkumuliert hatte, teils auf Abschreibungen, teils auf informelle Schuldenrückkäufe zurück.

Auswirkung des mexikanischen Umschuldungspakets

Die Forderungen gegenüber den asiatischen Ländern stiegen um \$ 17,8 Mrd. bzw. 15%. Allein an China wurden neue Kredite in Höhe von \$ 7,5 Mrd. vergeben, ein Betrag, der jedoch vom Anstieg der Guthaben dieses Landes (\$ 16 Mrd.) bei weitem übertroffen wurde, so daß sich die Nettogläubigerposition Chinas gegenüber den berichtenden Banken auf \$ 9 Mrd. erhöhte. Im übrigen konzentrierte sich die Kreditvergabe im wesentlichen auf Thailand (\$ 4,6 Mrd.), Südkorea (\$ 4,1 Mrd.) und Indien (\$ 1,2 Mrd.). Hingegen stockten Taiwan und Malaysia ihre Guthaben bei den berichtenden Banken erheblich auf (\$ 7,5 Mrd. bzw. \$ 2,8 Mrd.).

China und Taiwan stocken Einlagen kräftig auf

Der steile Anstieg der Öleinnahmen ließ die Einlagen der OPEC-Länder stark anwachsen, wobei mehr als die gesamte Zunahme in Höhe von \$ 18 Mrd. auf das zweite Halbjahr entfiel. Die größte Veränderung der Bankpositionen erfolgte gegenüber Venezuela. Hauptsächlich aufgrund der im August unterzeichneten Schuldenerleichterungsvereinbarung mit seinen Gläubigerbanken verringerten sich die Forderungen der berichtenden Banken an dieses Land um \$ 7,1 Mrd. bzw. beinahe 30%, während seine Einlagen von günstigen Exporterträgen profitierten und um \$ 4,4 Mrd. bzw. 27% emporschnellten. Zum Jahresende wies Venezuela gegenüber den Banken zum ersten Mal seit März 1978 eine Nettogläubigerposition, und zwar in Höhe von \$ 3,2 Mrd., auf. Auf der Forderungsseite der Bankbilanzen finden sich lediglich Indonesien und der Iran als bedeutende Empfängerländer neuer Kredite (\$ 5,4 Mrd. bzw. \$ 1,2 Mrd.).

Venezuela wird vom Nettoschuldner zum Nettogläubiger

In der Haltung der Banken gegenüber Osteuropa zeichnete sich letztes Jahr eine deutliche Änderung ab. Nach einer 43prozentigen Expansion in den fünf Jahren davor gingen die identifizierten Gesamtforderungen an diese Ländergruppe 1990 um \$ 9,9 Mrd. bzw. 11% zurück. Allein gegenüber der Sowjetunion fielen die Forderungen – trotz eines staatlich verbürgten Kredits deutscher Banken in Höhe von \$ 3 Mrd. – im dritten Quartal um \$ 6,2 Mrd. Gleichzeitig sanken auch die Guthaben des Landes bei den berichtenden Banken um einen beinahe gleich hohen Betrag. Ungarn zahlte \$ 1,9 Mrd. seiner ausstehenden

Geringeres Bankgeschäft mit Osteuropa

Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Position	Veränderung, wechsellkursbereinigt							Stand	
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Ende 1983	Ende 1990
	Milliarden US-Dollar								
Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	5,2	7,2	7,2	4,8	2,1	2,9	7,1	85,9	145,8
Osteuropa	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	52,0	78,5
darunter: Sowjetunion	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	16,2	42,1
OPEC	-2,1	0,2	0,4	2,2	5,4	5,7	- 4,7	111,1	134,5
Naher Osten	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,8	44,0	60,6
Venezuela	-2,8	0,4	- 1,1	-0,5	0,8	- 1,6	- 7,1	28,3	17,6
Sonstige	0,4	1,2	2,4	0,5	0,1	- 0,3	3,2	38,8	56,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	9,8	11,0	3,1	2,3	-2,3	-19,6	- 9,5	326,3	359,9
Mexiko	0,8	0,8	- 1,2	-0,5	-3,6	- 1,2	-15,4	72,1	55,0
Übriges Lateinamerika ¹	4,5	0,9	2,7	-3,3	-1,3	-15,5	-11,1	137,0	126,8
China	1,4	4,9	0,7	4,9	7,1	- 0,5	7,5	3,0	30,9
Taiwan	-0,8	-0,6	4,0	8,3	-1,7	- 0,5	0,6	6,9	16,4
Übriges Asien	4,2	3,8	- 2,1	-5,4	-1,5	1,3	9,7	71,1	93,0
Afrika	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	- 0,1	19,8	23,4
Naher Osten	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,8	16,4	14,3
Kreditaufnahme insgesamt	12,8	24,1	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-17,0	575,3	718,6
Nachrichtlich:									
Vierzehn hochverschuldete Länder ²	2,3	0,7	2,0	-5,7	-8,1	-23,1	-37,2	264,8	217,4
Einlagen bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	6,2	27,6	98,9
Osteuropa	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,7	19,7	21,0
darunter: Sowjetunion	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,5	10,9	8,7
OPEC	4,1	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	18,0	147,9	215,2
Naher Osten	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	12,4	118,9	171,1
Venezuela	2,0	3,1	- 5,6	-0,6	-0,3	0,5	4,4	17,1	20,8
Sonstige	1,1	2,7	- 3,0	2,3	-0,1	4,4	1,2	11,9	23,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	19,4	5,7	12,9	24,1	12,4	25,7	50,9	152,5	321,1
Mexiko	3,8	-0,3	0,7	6,5	-5,3	- 1,6	3,4	18,0	26,3
Übriges Lateinamerika ¹	6,4	0,7	0,0	0,2	8,7	6,2	6,1	40,3	70,4
China	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,2	1,6	16,1	16,0	40,1
Taiwan	5,4	6,7	14,4	6,5	-7,9	6,5	7,5	11,9	53,1
Übriges Asien	3,1	1,1	- 0,4	2,2	10,4	8,4	8,0	34,6	72,8
Afrika	1,0	1,4	0,0	1,5	1,5	1,7	3,3	9,3	23,1
Naher Osten	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	6,5	22,4	35,3
Einlagen insgesamt	30,5	18,6	- 1,6	48,7	41,5	57,6	69,4	347,8	656,3
Nachrichtlich:									
Vierzehn hochverschuldete Länder ²	13,5	2,6	- 4,6	7,1	2,4	7,3	11,4	74,5	118,4

¹ Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten. ² „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien.

Bankkredite zurück und stockte seine Guthaben um rund \$ 0,5 Mrd. auf. Rumänien, dessen Bankverschuldung bis Ende 1989 praktisch getilgt war, zog Einlagen in Höhe von \$ 1,3 Mrd. ab. Im Unterschied dazu schnellte Polens Guthabenstand dank eines erheblichen Leistungsbilanzüberschusses um \$ 3,5 Mrd. (80%) nach oben. Bis zum Jahresende war die Nettoschuldnerposition des Landes gegenüber den berichtenden Banken auf nur mehr \$ 3,5 Mrd. gefallen.

Das Kreditgeschäft mit den Industrieländern außerhalb des Berichtsgebiets belebte sich etwas, wobei 90% des gesamten Anstiegs (je \$ 3,2 Mrd.) auf nur zwei Länder – Australien und die Türkei – entfielen.

Der Konsortialkreditmarkt

Mit \$ 157 Mrd. lagen die angekündigten Konsortialkredite 1990 geringfügig über dem Volumen des vorhergehenden Jahres. Starke Veränderungen gab es jedoch hinsichtlich der Art der Geschäfte und der geographischen Verteilung der Schuldner. Wegen der vorsichtigeren Haltung gegenüber Transaktionen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil (HLT), gingen die Kredite im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen von \$ 57 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 29 Mrd. zurück. Vor allem US-Unternehmen nahmen deutlich weniger Kredite für derartige Vorhaben auf. Einen deutlichen Anstieg hingegen verzeichneten die angekündigten Kredite an europäische Schuldner. Eine Reihe großer Transaktionen im Zusammenhang mit bestimmten Projektfinanzierungen wurde für britische Kreditnehmer arrangiert; erhebliche Kreditvolumina, häufig auf Ecu lautend, wurden für italienische Finanzinstitute angekündigt, die die Mittel vor allem für die Vergabe inländischer Hypothekarkredite verwendeten. Auch in Skandinavien und Kanada traten Kreditnehmer verstärkt an den Markt heran.

Im Durchschnitt waren die Spannen bei den angekündigten neuen Konsortialkrediten etwas niedriger als 1989, lagen jedoch deutlich über den 1987/88 beobachteten Werten. Während der Anstieg der durchschnittlichen Margen 1989 in der verschlechterten Kreditwürdigkeit zahlreicher Schuldner begründet lag, waren die höheren Spannen im letzten Jahr Ausdruck einer realistischeren Konditionengestaltung bei Krediten an erstklassige Schuldner. Ein weiteres bedeutsames Merkmal war die Entwicklung hin zu kleineren Syndizierungen, worin eine gewisse Rückkehr zur „Hausbankbeziehung“ zum Ausdruck kam.

Rückgang der Kredite für Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen ...

... sowie Anstieg der Margen bei erstklassigen Schuldnern

Die internationalen Wertpapiermärkte

Der Markt für Euronotes

In Anbetracht der zunehmenden Verschärfung der Konditionen bei Bankkrediten und der Verschlechterung der Kreditwürdigkeit einiger Banken erlebte der Markt für kurz- und mittelfristige Euronotes 1990 eine deutliche Erholung. Das Volumen der neu angekündigten Fazilitäten lag mit \$ 72,8 Mrd. zwar nur wenig über dem Vorjahreswert, doch machten die Kreditnehmer weit mehr von bereits bestehenden Fazilitäten Gebrauch, so daß das umlaufende Gesamtvolumen an Euronotes um \$ 32 Mrd. – also um fast das Fünffache des Anstiegs von 1989 – zunahm. Insbesondere mittelfristige Euronotes (EMTN) verzeichneten eine kräftige Expansion, wobei sich das Umlaufsvolumen in diesem Marktsegment um

Kräftige Erholung des Euro-Note-Marktes ...

Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes								
Position	Jahr			1990				Stand Ende 1990
	1988	1989	1990	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
	Milliarden US-Dollar							
Neu angekündigte Fazilitäten								
Euro-Commercial paper	55,6	49,3	44,4	10,5	12,4	9,2	12,3	
Sonstige kurzfristige								
Euronotes	10,6	10,3	3,0	0,3	0,6	1,4	0,7	
Mittelfristige Notes*	17,0	12,9	25,4	10,7	4,0	2,1	8,6	
Zusammen	83,2	72,5	72,8	21,6	17,0	12,6	21,6	
Neuemissionen (netto)								
Euro-Commercial paper	19,9	5,3	11,8	6,9	3,7	7,6	-6,4	70,3
Sonstige kurzfristige								
Euronotes	-3,4	-2,4	8,0	0,9	0,3	3,0	3,8	19,1
Mittelfristige Notes	3,0	4,0	12,3	1,6	3,5	3,6	3,5	21,9
Zusammen	19,5	6,9	32,0	9,4	7,5	14,2	0,9	111,2
* Einschl. Euro-Commercial-paper-Programmen mit Option zur Plazierung mittelfristiger Notes.								
Quellen: Bank von England; Euroclear.								

fast 130% auf \$ 22 Mrd. erhöhte. Der Markt für Euro-Commercial paper (ECP), der 1989 infolge der Zahlungsunfähigkeit zweier großer Schuldner und der verschlechterten Kreditwürdigkeit mehrerer anderer Kreditnehmer einen ernsten Rückschlag erlitten hatte, profitierte vom Rückgang der kurzfristigen Zinssätze, von steiler werdenden Renditenstrukturkurven und von dem Bestreben der Investoren, ihr längerfristiges Kreditengagement zu beschränken.

Deutliche Verschiebungen ergaben sich bei der Währungszusammensetzung der ausstehenden Euronotes: Der Anteil der auf Dollar lautenden Wertpapiere ging von beinahe 85% am Jahresende 1989 auf leicht über 75% zurück. Vor allem Emissionen in Ecu, Lire, Yen und Pfund Sterling nahmen stark zu. Was die Nationalität der Emittenten anbelangt, so kamen die Hauptkreditnehmer aus Großbritannien (\$ 8,7 Mrd.), den Beneluxländern (\$ 6,8 Mrd.), Australien (\$ 4,1 Mrd.) und Schweden (\$ 2,7 Mrd.). US-Unternehmen, die den Markt in den Vorjahren erheblich in Anspruch genommen hatten, verringerten ihre Kreditaufnahme auf dem Markt für Euronotes etwas.

Unter den Finanzintermediären auf dem ECP-Markt setzte sich der Konsolidierungsprozeß fort. Unter den Marktmachern herrschte weiterhin ein harter Wettbewerb; die anhaltend geringen Ertragsmöglichkeiten bewogen erneut große Händler, sich aus dem Markt zurückzuziehen. Erwähnenswert ist die Tendenz, die Provisionssätze in Abhängigkeit von der Größe und Bonität des Schuldners zu gestalten, eine Maßnahme, durch die die Ertragssituation in diesem Geschäft wieder verbessert werden sollte. Gleichzeitig wurde die Führungsprovision angehoben. Die wachsende Konzentration bei den Finanzintermediären und eine bessere Konditionengestaltung haben zunehmend dazu geführt, daß der Markt dem amerikanischen Inlandsmarkt für Commercial paper immer ähnlicher wird, auf dem eine kleine Gruppe von Händlern den Markt dominiert und fixe Provisionsstrukturen üblich sind.

Wie in anderen Bereichen der Finanzmärkte spielten im letzten Jahr

... und Veränderung der Währungszusammensetzung

Veränderungen der Marktstrukturen und -techniken

Kreditrisikoüberlegungen für die Marktentwicklung eine wichtige Rolle. Die Zahlungsunfähigkeit von Drexel Burnham Lambert bewirkte in den ersten Monaten des Jahres 1990 eine vorübergehende Ausweitung des Abstands der Dollarzinsen zwischen dem ECP-Markt und dem amerikanischen Inlandsmarkt für Commercial paper. Der Markt zeigte sich jedoch sehr widerstandsfähig; er erholte sich rascher als der amerikanische Inlandsmarkt für Commercial paper in den siebziger Jahren nach der Zahlungsunfähigkeit von Penn Central. Sehr hilfreich ist dabei die zunehmende Verwendung von Bonitätseinstufungen gewesen; 1990 waren 90% der neu aufgelegten Fazilitäten mit einem Rating versehen.

Wie erwähnt verzeichnete der EMTN-Markt 1990 ein kräftiges Wachstum. Die Emissionstätigkeit wurde auf zahlreiche neue Währungen ausgedehnt, so daß am Jahresende ein Drittel der ausstehenden mittelfristigen Notes auf Nichtdollarwährungen lautete – ein deutlich höherer Anteil als in den anderen Segmenten des Euro-Note-Marktes. Darüber hinaus wurde die Expansion des EMTN-Marktes durch das Auflegen „globaler“ Programme und durch eine gewisse Abkehr der Kreditnehmer vom internationalen Anleihemarkt begünstigt. Mittelfristige Notes entsprechen auch dem Bedarf des wachsenden Marktes für Privatplazierungen nach komplexen Finanzierungsinstrumenten, die auf die spezifischen Bedürfnisse von Emittenten und Investoren zugeschnitten sind. Dementsprechend wurden viele EMTN-Emissionen an diverse Indizes gekoppelt oder mit besonderen Optionsrechten ausgestattet.

Weitere rasche
Expansion des
EMTN-Marktes

Parallel zur Expansion des Marktes für Euronotes verzeichneten auch die Inlandsmärkte für Commercial paper (CP) weiterhin ein starkes Wachstum. 1990 nahm das ausstehende Volumen an den nationalen CP-Märkten um über 15% auf \$ 900 Mrd. zu. Im Gleichschritt mit dieser Expansion öffneten sich die nationalen Märkte gegenüber dem Ausland. In den Vereinigten Staaten machten CP-Emissionen ausländischer Schuldner, deren ausstehendes Volumen jenes des ECP-Marktes übertrifft, 35% der Nettoneubegebungen aus. In Frankreich erhielten ausländische Nichtbanken Anfang 1991 die Erlaubnis zur Kreditaufnahme auf dem inländischen Commercial-paper-Markt. Auch in Deutschland, Großbritannien, Japan und Finnland wurden Maßnahmen zur Liberalisierung der Modalitäten bei Emissionen auf dem inländischen Markt bekanntgegeben.

Kräftiges
Wachstum der
Inlandsmärkte
für Commercial
paper

Der internationale Anleihemarkt

Nach zwei Jahren kräftigen Wachstums ging auf dem internationalen Anleihemarkt das Volumen an neu angekündigten Emissionen im letzten Jahr gegenüber 1989 um \$ 20 Mrd. auf \$ 242 Mrd. zurück. Die Hauptursache für diese Entwicklung war die stark gedämpfte Emissionstätigkeit bei eigenkapitalbezogenen Schuldverschreibungen infolge des scharfen Kursrückgangs am japanischen Aktienmarkt. Bei den klassischen festverzinslichen Anleihen nahmen die Begebungen trotz der in den meisten Nichtdollarwährungen im Vergleich zu den letzten Jahren relativ hohen Zinsen zu. Hingegen traten Transaktionen im Zusammenhang mit Swaps weniger hervor. Die Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung trug wahrscheinlich zur Beliebtheit von zinsvariablen Notes (FRN) bei, deren Emissionsvolumen nur geringfügig unter dem Rekordwert von 1985, also vor der Krise des Marktes für Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit, lag. Was die Währungsaufteilung der Neubegebungen im abgelaufenen Jahr an-

Stark rückläufige
eigenkapital-
bezogene
Emissionen,
aber dynamische
Entwicklung
in anderen
Marktsektoren

Geschäftstätigkeit am internationalen Anleihemarkt								
Position	Jahr			1990				Stand Ende 1990
	1988	1989	1990	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
	Milliarden US-Dollar							
Angekündigte Neuemissionen insgesamt (brutto) ¹	226,3	261,8	241,7	63,3	55,7	62,4	60,3	1 472,5 1 008,1 205,7 258,7
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	160,8	149,5	166,5	42,3	42,5	35,3	46,4	
<i>Zinsvariable Notes</i>	23,5	27,1	42,1	9,7	10,9	14,2	7,3	
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i> ²	42,0	85,2	33,2	11,3	2,4	13,0	6,5	
Abgeschlossene Neuemissionen insgesamt (brutto)	220,7	263,6	239,4	57,3	50,0	63,4	68,7	
abzüglich planmäßiger Rückzahlungen	42,7	57,4	87,3	17,4	23,1	21,4	25,3	
abzüglich vorzeitiger Rückzahlungen	39,9	32,0	21,1	5,3	6,0	4,3	5,4	
= Neuemissionen insgesamt (netto)	138,1	174,3	131,0	34,5	20,8	37,6	38,1	
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	99,0	89,0	80,7	20,1	17,7	18,3	24,6	
<i>Zinsvariable Notes</i>	5,1	10,5	27,1	7,1	2,7	11,0	6,4	
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i> ²	34,1	74,8	23,2	7,2	0,4	8,4	7,1	
¹ Nichtdollaranleihen sind zu dem am Tag ihrer Ankündigung geltenden Wechselkurs in Dollar umgerechnet. ² Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien. Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.								

belangt, so fiel der Rückgang der Dollarbegebungen um beinahe ein Drittel auf. In den meisten europäischen Währungen war die Emissionstätigkeit recht lebhaft.

Höhere
Tilgungen

Die planmäßigen Tilgungen nahmen weiter zu, was Ausdruck des höheren Durchschnittsalters der auf dem internationalen Markt umlaufenden Anleihen war. Hingegen machten die meisten Schuldner in Anbetracht des hohen Zinsniveaus von vorzeitigen Kündigungsmöglichkeiten keinen Gebrauch, so daß das Volumen der vorzeitigen Rückzahlungen fiel. Unter Berücksichtigung von Tilgungen stieg der Umlauf internationaler Anleihen um \$ 131 Mrd. bzw. etwa 10%. Die Sekundärmarktumsätze stagnierten im Dollarbereich weitgehend, stiegen hingegen in den übrigen Marktsegmenten beträchtlich.

Forderungs-
unterlegte Anlei-
hen zunehmend
beliebt

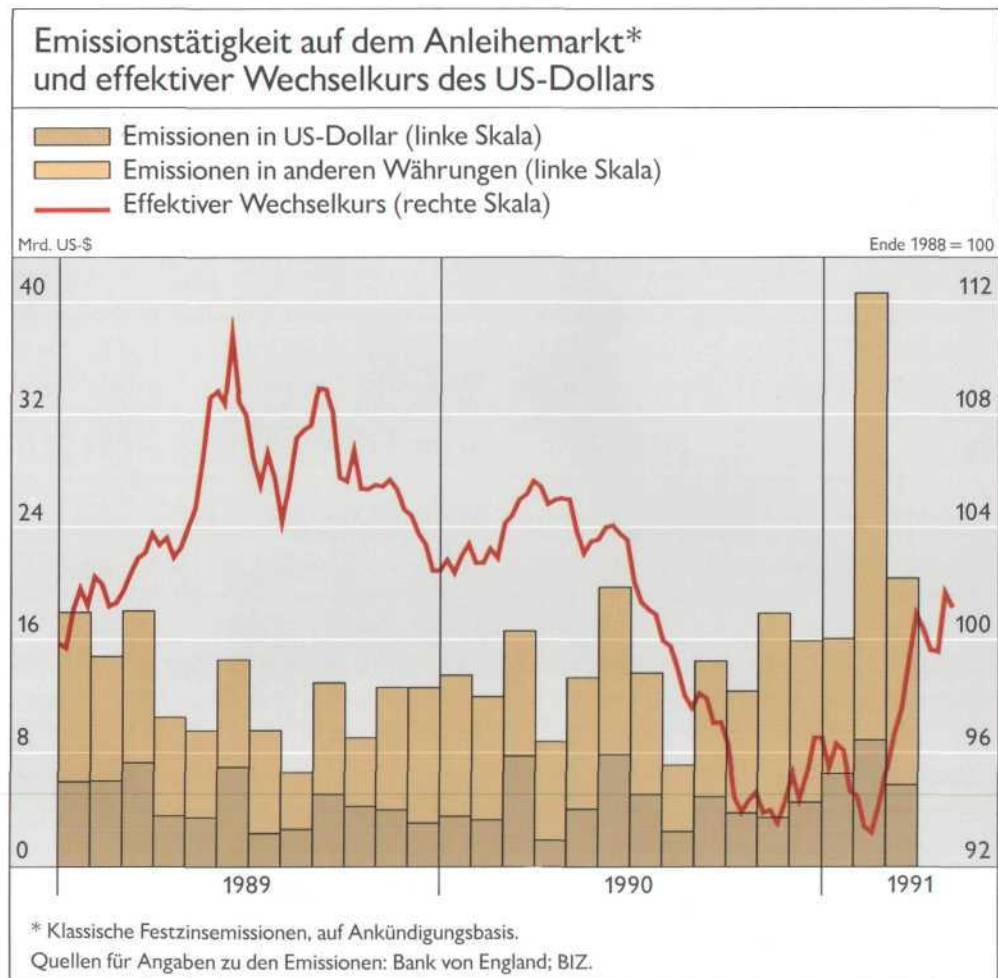
Durch Forderungen unterlegte Anleihen („asset backed bonds“) gewannen am internationalen Markt weiter an Beliebtheit, wenn auch bislang beinahe ausschließlich bei amerikanischen und britischen Emittenten. In einem Umfeld erhöhter Aufmerksamkeit der Anleger gegenüber der Qualität der Aktiva bieten derartige Instrumente den Finanzinstituten eine attraktive Möglichkeit, Aktiva aus der Bilanz auszugliedern und auf diese Weise ihre Eigenkapitalerfordernisse zu verringern. Typischerweise wurden dabei Anleihen durch ein Bündel nicht-handelbarer Darlehen wie etwa Hypothekendarlehen, Forderungen aus dem Kreditkartengeschäft oder Forderungen aus Autoverkäufen unterlegt. Bei der Zusammenstellung dieser Darlehensbündel wird auf eine entsprechende Risikostreuung geachtet, so daß der Anleihegläubiger in hohem Maße gegen Zahlungsausfälle abgesichert ist, weshalb die Anleihen eine günstige Bonitätseinstufung genießen. Die Begebung von forderungsunterlegten Anleihen ist abwicklungstechnisch weit komplizierter als eine herkömmliche internationale Anleiheemission, und in einigen Ländern, wie bis vor kurzem in Japan, haben rechtliche Hindernisse die Anwendung dieses Instruments bisher unterbunden.



1990 wurden in den USA durch die Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (SEC) zwei wesentliche aufsichtsrechtliche Änderungen vorgenommen, die bleibende Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung der internationalen Wertpapiermärkte haben könnten. Die neue „Regulation S“ hat klargestellt, unter welchen Bedingungen der Verkauf oder das Anbieten eines Wertpapiers außerhalb der Vereinigten Staaten von der Registrierungspflicht bei der SEC entbunden ist. „Rule 144a“ nimmt „geeignete institutionelle Anleger“ von der Verpflichtung aus, privat platzierte Wertpapiere nach dem Erwerb zumindest zwei Jahre im Portefeuille zu behalten. Obwohl der Markt für unter diese Regelung fallende Papiere noch nicht voll entwickelt ist, erwartet man ein starkes Ansteigen bei Privatplatzierungen. Beide Maßnahmen sollten den Verkauf von Euroemissionen in den USA erleichtern. Wenn außerdem die Clearingsysteme Europas und der Vereinigten Staaten enger miteinander verbunden werden und beispielsweise Euroclear in den Vereinigten Staaten von ausländischen Emittenten gemäß „Rule 144a“ begebene Privatplatzierungen abwickeln kann, sollte dies tendenziell die Abweichungen zwischen den Kursen der in verschiedenen Ländern gehandelten Wertpapiere verringern.

Im Laufe des Jahres gewann die Methode des „fixed price re-offering“ zunehmend an Bedeutung. Nach diesem Verfahren, das 1989 eingeführt wurde, verpflichten sich alle Konsortialmitglieder, eine Emission zu einem festgelegten Preis zu handeln, statt Material an Investoren zu unterschiedlichen Preisen abzugeben. Dies hat sich tendenziell als Vorteil für Institute mit einer sehr großen

Auswirkungen aufsichtsrechtlicher Änderungen in den USA



Mehr
Begebungen
neuer klassischer
Festzinsanleihen

Platzierungskraft herausgestellt und könnte eine Konzentration des Emissionsgeschäfts auf weniger Institute bewirken.

Klassische festverzinsliche Anleihen. Die Neubegebungen auf dem Markt für klassische festverzinsliche Anleihen stiegen von \$ 150 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 167 Mrd. im letzten Jahr. Vor allem im letzten Quartal, als die langfristigen Zinsen in allen wichtigen Währungen fielen, war die Emissionstätigkeit lebhaft. Insbesondere bei den Neuemissionen internationaler Organisationen und privater Nichtbanken war ein erheblicher Anstieg zu verzeichnen. Im Unterschied dazu gingen die Begebungen von Banken zurück, die ihre Emissionstätigkeit auf das FRN-Segment verlagerten. Sowohl im Dollar- als auch im Ecu-Sektor gab es einige sehr große Emissionen, etwa die im dritten Quartal aufgelegte „globale“ Anleihe der Weltbank mit einem Volumen von \$ 2 Mrd.

Die Nettoerbegebung an klassischen festverzinslichen internationalen Anleihen belief sich letztes Jahr auf \$ 81 Mrd., wovon nur \$ 16 Mrd. auf den Dollar-sektor entfielen. Erhebliche Volumina wurden in Yen (\$ 25 Mrd.), Ecu (\$ 10 Mrd.) und Pfund Sterling (\$ 8 Mrd.) zur Zeichnung aufgelegt. Außerdem expandierten die Marktsegmente weniger gebräuchlicher Währungen, insbesondere die des französischen Franc und der italienischen Lira, im Jahresverlauf rasch. Die Abschaffung der Kapitalverkehrsbeschränkungen ist als Haupterklärung dafür anzusehen.

Eigenkapitalbezogene Emissionen. Die Emissionstätigkeit auf dem von

Arten und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen									
Position	Angekündigte Neuemissionen (brutto)				Neuemissionen (netto)				Stand Ende 1990
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990	
	Milliarden US-Dollar								
Festverzinsliche klassische Emissionen	120,4	160,8	149,5	166,5	68,0	99,0	89,0	80,7	1 008,1
US-Dollar	29,4	47,3	54,6	52,9	10,2	26,7	26,1	16,1	322,7
Japanischer Yen	21,7	18,9	23,1	30,0	18,3	11,8	15,3	24,7	159,4
Schweizer Franken	16,7	18,2	5,7	15,5	2,0	0,9	-3,9	3,5	119,8
D-Mark	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	1,3	110,7
Ecu	7,2	10,7	11,7	15,1	7,2	9,4	7,4	9,6	68,7
Pfund Sterling	9,2	11,7	11,3	9,5	8,2	10,4	10,2	7,6	62,8
Sonstige	23,3	32,8	33,7	36,2	20,7	25,8	27,7	17,8	164,0
Variabel verzinsliche Notes	12,1	23,5	27,1	42,1	1,0	5,1	10,5	27,1	205,7
US-Dollar	3,9	7,0	10,2	15,0	-6,7	-9,2	-0,5	7,3	115,6
Pfund Sterling	2,2	10,5	8,9	10,5	2,2	9,0	7,0	6,4	42,7
Sonstige	6,0	5,9	8,0	16,6	5,4	5,3	4,0	13,4	47,4
Eigenkapitalbezogene Emissionen	43,4	42,0	85,2	33,2	38,0	34,1	74,8	23,2	258,7
US-Dollar	29,2	29,0	65,1	19,6	25,8	26,2	60,4	16,0	169,2
Schweizer Franken	7,1	8,3	13,6	8,2	5,4	4,3	8,8	4,0	54,3
Sonstige	7,0	4,7	6,5	5,4	6,8	3,6	5,5	3,1	35,2

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.

japanischen Schuldnern beherrschten Marktsegment der eigenkapitalbezogenen Emissionen war im letzten Jahr sehr gedämpft; das Neuemissionsvolumen ging von \$ 85 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 33 Mrd. zurück. Im ersten Quartal war die Emissionstätigkeit aufgrund des starken Kursverfalls am japanischen Aktienmarkt im Verein mit strengeren Publizitätsvorschriften bei Neuemissionen gedrückt. Ende März vereinbarten die großen japanischen Wertpapierhäuser eine Emissionspause für Wandel- und Optionsanleihen, die bis Anfang Juli in Kraft blieb. Nach dem Ausbruch der Golfkrise erlitten die Aktienkurse einen neuerlichen Schwächeanfall, worauf die Emissionstätigkeit, obwohl das Moratorium nicht erneuert wurde, für den Rest des Jahres gering blieb.

Variabel verzinsliche Notes. Die Emission von FRN nahm im letzten Jahr kräftig zu, nämlich von \$ 27 Mrd. im Jahr 1989 auf \$ 42 Mrd. Während der FRN-Markt bis vor kurzem hauptsächlich auf den Dollar und das Pfund beschränkt war, werden nun auch andere Währungen stark genutzt. So stand die Unsicherheit über die Zins- und Wechselkursentwicklung hinter dem erheblichen Volumen an FRN-Emissionen in D-Mark (\$ 8,2 Mrd.). Der Großteil der FRN-Begebungen in Dollar entfiel auf das dritte Quartal, als japanische Banken darauf reagierten, daß das japanische Finanzministerium die Einbeziehung nachrangiger Schuldverschreibungen in das ergänzende Eigenkapital erlaubt hatte.

Nationalität und sektorale Zusammensetzung der Kreditnehmer. Trotz des Einbruchs bei den eigenkapitalbezogenen Emissionen waren die Japaner weiterhin die wichtigste Emittentengruppe auf den internationalen Anleihemärkten im Jahr 1990, obwohl ihre Nettokapitalaufbringung mit \$ 39 Mrd. auf weniger als

Rückschlag am Markt für eigenkapitalbezogene Emissionen

Weitere Erholung des FRN-Marktes

Starker Rückgang japanischer Kreditaufnahme

Kräftige Geschäftsbelegung im ersten Quartal 1991

die Hälfte des Vorjahreswerts zurückfiel. Die Nettobeanspruchung der internationalen Anleihemärkte durch US-Emittenten blieb sehr gering. Hingegen traten europäische Schuldner verstärkt auf dem Markt in Erscheinung. Nach wie vor bildeten die Briten, die netto \$ 17 Mrd. neu aufnahmen, die wichtigste Nationalitätengruppe unter den europäischen Emittenten, doch nimmt die Bedeutung französischer und italienischer Kreditnehmer, die 1990 \$ 11 Mrd. bzw. \$ 9 Mrd. aufnahmen, rasch zu. Auch internationale Organisationen griffen in verstärktem Maß auf die internationalen Anleihemärkte zurück und nahmen im letzten Jahr netto \$ 21 Mrd. auf.

Im ersten Quartal 1991 erreichte das Neuemissionsvolumen an den internationalen Anleihemärkten mit \$ 91 Mrd. einen Rekordwert. Dabei wurde die Emissionstätigkeit durch eine Reihe entgegengesetzter Entwicklungen beeinflusst. Zunächst hatte die durch den Golfkrieg ausgelöste Unsicherheit dazu geführt, daß viele Neuemissionen vorübergehend ausgesetzt wurden. Die durch das rezessive Umfeld geschürte Erwartung fallender Zinssätze machte jedoch Anleihen aus zyklischer Sicht attraktiver. Sobald die Gefahr einer Ausweitung des Konflikts gebannt war, erlebte der Markt eine Welle neuer Begebungen.

Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen									
Emittent		Neuemissionen				Stand			
		1987	1988	1989	1990	1985	1988	1989	1990
		Milliarden US-Dollar							
Japan	A	42,4	50,8	96,7	57,9				
	B	36,5	40,3	83,8	38,5	64,1	183,6	265,3	317,7
USA	A	22,5	17,2	16,9	21,9				
	B	11,4	6,1	-0,3	1,5	102,7	165,5	162,5	170,3
Großbritannien	A	11,1	26,4	24,8	23,2				
	B	9,4	20,1	21,6	16,8	29,8	82,8	98,4	127,8
Kanada	A	9,0	12,9	13,3	13,0				
	B	2,1	5,8	4,1	4,2	68,6	97,1	100,6	107,9
Frankreich	A	8,4	16,4	13,4	18,1				
	B	3,2	10,0	9,2	10,8	39,0	65,3	74,0	90,8
Übrige Industrieländer ¹	A	60,4	77,1	69,1	68,3				
	B	36,6	48,1	42,0	34,4	149,9	328,6	365,5	429,7
Entwicklungsländer ²	A	2,0	3,8	2,5	7,0				
	B	-1,1	-1,0	-0,9	2,7	27,9	31,7	29,4	33,3
Osteuropa	A	0,6	1,2	1,9	1,7				
	B	0,5	1,2	1,8	1,6	0,7	3,2	5,1	7,3
Internationale Organisationen	A	19,5	20,5	23,1	30,6				
	B	8,4	7,6	12,9	20,5	89,9	140,4	151,5	187,7
Insgesamt	A	175,9	226,3	261,8	241,7				
	B	107,0	138,1	174,3	131,0	572,5	1 098,2	1 252,3	1 472,5

Anmerkung: A = angekündigte Bruttoneuemissionen; B = abgeschlossene Neuemissionen, abzüglich Rückzahlungen.

¹ Übrige an die BIZ berichtende Länder zuzüglich nichtberichtender Industrieländer. ² OPEC- und Nicht-OPEC-Entwicklungsländer.

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.

Besonders hervorzuheben ist die lebhafte Emissionsaktivität im Ecu-Marktsegment, die durch mehrere großvolumige Neuemissionen der belgischen, italienischen und britischen Regierung zusätzlichen Auftrieb erhielt (s. S. 159/160).

Der Markt für derivative Finanzinstrumente

Financial Futures und börsengehandelte Optionen

Die Zahl der an organisierten Börsen gehandelten Kontrakte über Zins- und Währungsfutures sowie Zins- und Währungsoptionen stieg von 290 Mio. im Jahr 1989 auf 320 Mio. Am stärksten expandierten die Zinsoptionen und die Optionen auf Zinsfutures, die einen 30prozentigen Umsatzzuwachs und einen Anstieg der offenen Positionen um über 50% verzeichneten.

Das Wachstum der Märkte für Futures und börsengehandelte Optionen ging mit einer weiteren geographischen Verlagerung der Handelsaktivitäten einher. Der Anteil der US-Märkte fiel weiter von 69% im Jahr 1989 auf 65%. Die Unsicherheiten über die genauen Modalitäten der deutschen Währungsunion und die tatsächlichen Kosten der Vereinigung trieben den Handel in Bund- und Dreimonats-Euro-DM-Kontrakten an der London International Financial Futures Exchange (LIFFE) in die Höhe. Trotz des anhaltenden Rückkaufs von Staatsanleihen durch die britische Regierung erfuhr der Handel mit langlaufenden Kontrakten auf britische Staatspapiere nach zwei Jahren abnehmender Umsatzvolumen eine Wiederbelebung. Die Erwartungen, daß die Zinsen nach dem Eintritt des Pfundes in den EWS-Wechselkursmechanismus fallen würden und daß die britische Regierung wieder Staatspapiere begeben würde, dürften die Hauptursachen für diese Erholung gewesen sein. Auch der Kontrakt auf kurzfristige Pfundzinsen verzeichnete ein kräftiges Wachstum. Steigende Zinsen und deren erhöhte Volatilität trugen maßgeblich dazu bei, daß das Handelsvolumen und die offenen Zinspositionen in dem an der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) gehandelten Dreimonats-Euro-Yen-Kontrakt um 220% bzw. 120% expandierten. Diese Ausweitung stützte auch den Umsatzzuwachs beim entsprechenden an der Singapore Mercantile Exchange (SIMEX) gehandelten Kontrakt. Im Gegensatz dazu dürfte das etwas geringere Handelsvolumen des an der Chicago Mercantile Exchange (CME) gehandelten Dreimonats-Eurodollar-Kontrakts Erwartungen über eine sich abschwächende Wirtschaftsentwicklung in den USA und über fallende Zinsen widerspiegelt haben.

Weitere Ursachen für die zunehmende Verwendung von Futures und anderen derivativen Instrumenten in Europa waren die Eröffnung neuer Märkte, Deregulierung und Innovationen bei den Kontrakten. Gegen Ende 1990 begann die neu eröffnete Deutsche Terminbörse den Handel in zwei Finanzterminkontrakten, wobei dem einen ein Aktienindex über dreißig erstklassige deutsche Aktienwerte und dem anderen eine fiktive deutsche Bundesanleihe zugrundeliegt. Letzterer hat jedoch bisher kein Handelsvolumen von einem ähnlichen an der LIFFE gehandelten Kontrakt abziehen können. In Großbritannien rechnet man damit, daß die Klarstellung der Behandlung von auf Futures-Kontrakten basierenden Investmentfonds im Budget von 1991 dem Handel weiteren Auftrieb verleihen wird. Schließlich erkennen Marktteilnehmer außerhalb der USA

Starke Expansion der Märkte für Financial Futures und Optionen in Europa infolge von ...

... Zinsentwicklung ...

... und Deregulierung und Innovation

Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente

Position	Zahl der gehandelten Kontrakte					Offene Positionen Ende 1990
	1986	1987	1988	1989	1990	Milliarden US-Dollar
	Millionen					
Futures auf kurzfristige Zinsinstrumente	16,4	29,3	33,7	70,2	75,7	1 226,5
darunter: Dreimonats-Eurodollar ¹	12,4	23,7	25,2	46,8	39,4	662,6
Futures auf langfristige Zinsinstrumente	74,6	116,3	122,6	130,6	142,6	183,7
darunter: US-Staatsanleihen ²	54,6	69,4	73,8	72,6	78,1	23,0
Zehnjährige japanische Staatsanleihen ³	9,4	18,4	18,8	19,1	16,4	112,7
Währungsfutures	19,9	21,2	22,5	28,2	29,7	14,4
Zinsoptionen und Optionen auf Zinsfutures	22,2	29,3	30,5	39,5	51,3	569,4
Währungsoptionen und Optionen auf Währungsfutures	13,0	18,3	18,2	20,7	18,9	53,1
Insgesamt	146,1	214,4	227,6	289,2	318,2	2 047,1
darunter: in den USA	123,0	161,8	165,7	198,8	206,4	1 166,2
in Europa	9,8	27,2	32,6	49,0	60,8	309,0
in Japan	9,4	18,3	18,8	23,6	32,7	374,0

¹ Gehandelt an der Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und Sydney Futures Exchange (SFE). ² Gehandelt am Chicago Board of Trade (CBOT), an der LIFFE, der Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), der New York Futures Exchange (NYFE) und der Tokyo Stock Exchange (TSE). ³ Gehandelt an der TSE, der LIFFE und am CBOT.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.

zunehmend die Möglichkeit, Zins- und Währungsrisiken mit derartigen Instrumenten besser in den Griff zu bekommen.

Wettbewerb
zwischen
Handelsplätzen

Der Wettbewerb zwischen den Marktzentren hielt an, insbesondere zwischen London und Paris sowie zwischen den Vereinigten Staaten und den Börsen außerhalb der USA. In Großbritannien wurde ein Zusammenschluß von LIFFE und dem London Traded Options Market (LTOM) vorgeschlagen. Einige Kontrakte wurden auf den Markt gebracht, um Marktanteile zu gewinnen; im Fall der in London und Paris gehandelten Ecu-Anleihekontrakte begaben die britische und die französische Regierung Anfang 1991 lieferbare Wertpapiere, um Handelsvolumina an ihre jeweiligen Märkte zu ziehen.

Entwicklung
des Bildschirm-
handels

Ein bemerkenswertes Ereignis im Jahr 1990 war die Vereinbarung zwischen den beiden größten Futures-Börsen, der CME und dem Chicago Board of Trade (CBOT), gemeinsam ein bildschirmgestütztes Auftragseingabe- und Matchingsystem, GLOBEX, zu entwickeln. Die Börsen beabsichtigen, das System außerhalb der Handelszeiten einzusetzen. Das Projekt wird von vielen Seiten als Versuch interpretiert, Handelsvolumina an die US-Märkte zurückzuholen. Ungeachtet dessen hat es den Anschein, daß irgendwann in der Zukunft der gesamte Handel über Bildschirm erfolgen wird, woraus sich erhebliche Auswirkungen auf diesen Bereich des Finanzmarktgeschäfts ableiten werden. Insbesondere könnte langfristig der Handel aus den Börsensälen abwandern. Neben den geringeren Ausrüstungskosten wäre ein derartiger Bildschirmhandel auch transparenter, ein Faktor, der durch die Aufdeckung von Unregelmäßigkeiten bei einzelnen Maklern jüngst erhöhte Aufmerksamkeit erlangt hat.

Zins- und Währungsswaps

Der Markt für Zins- und Währungsswaps sowie verwandte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente expandierte 1989 und im ersten Halbjahr 1990 (der jüngsten Periode, für die Daten verfügbar sind) kräftig, wenn auch etwas langsamer als in den Jahren davor. Ende 1989 belief sich der den ausstehenden Zinsswaps insgesamt zugrundeliegende Kapitalbetrag auf \$ 1 500 Mrd., das waren 50% mehr als ein Jahr zuvor; im ersten Halbjahr 1990 wurden weitere \$ 560 Mrd. an derartigen Swaps arrangiert. Zinsswaps in anderen Währungen als dem US-Dollar gewannen weiter an Bedeutung; im ersten Halbjahr 1990 machten sie 48% der neuen Kontrakte aus gegenüber nur 24% im ersten Halbjahr 1987, der ersten Periode, für die Daten über diesen Markt erhoben wurden. In absoluten Zahlen war das Wachstum besonders ausgeprägt bei Zinsswaps in D-Mark, Yen, Pfund Sterling und Schweizer Franken. Die zunehmende Akzeptanz von Swaps bei einem größeren Kreis von Endverwendern außerhalb der USA, der steigende Zinstrend bei diesen Währungen und die erhöhte Zinsvolatilität waren die Hauptursachen für diese Entwicklung. Im Dollarbereich hielten Befürchtungen über eine Rezession in den USA und die zunehmende Erwartung fallender Zinsen einige Gegenparteien davon ab, Swapvereinbarungen einzugehen, bei denen sie Festzinsverpflichtungen übernehmen.

Expansion
der Nichtdollar-
zinsswaps

Der Markt für Währungsswaps war etwas weniger lebhaft als jener für Zinsswaps. Ende 1989 belief sich der ausstehende zugrundeliegende Kapitalbetrag der Währungsswaps auf \$ 450 Mrd., was einen 40prozentigen Anstieg gegenüber dem Vorjahr bedeutete. Das Volumen an neuen Währungsswaps im ersten Halbjahr 1990 entsprach dagegen mit \$ 95 Mrd. nur etwa demjenigen des zweiten Halbjahres 1989, wobei sich der Anteil der Kontrakte zwischen anderen Währungen als dem US-Dollar etwas erhöhte. Die Märkte für andere mit

Verhalteneres
Wachstum
des Marktes für
Währungsswaps

Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps						
Position	US-Dollar	Japanischer Yen	Pfund Sterling	D-Mark	Übrige	Ins-gesamt
	Milliarden US-Dollar					
Zugrundeliegender Kapitalbetrag der Ende 1989 ausstehenden Zinsswaps	993,7	128,0	100,4	84,6	195,9	1 502,6
je nach Gegenpartei:						
Endverwender	622,6	66,9	60,4	52,0	153,6	955,5
Interbank (ISDA-Mitglied)*	371,1	61,1	40,0	32,6	42,3	547,1
Zugrundeliegender Kapitalbetrag neuer, im ersten Halbjahr 1990 arrangierter Zinsswaps	294,6	67,5	59,6	48,4	91,4	561,5
je nach Gegenpartei:						
Endverwender	179,9	33,8	33,8	29,7	61,1	338,3
Interbank (ISDA-Mitglied)*	114,7	33,7	25,8	18,7	30,3	223,2
* Bereinigt um Doppelzählungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder. Quelle: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.						

Zinsswaps im Zusammenhang stehende derivative Instrumente, nämlich Caps, Floors und Swaptions, erlebten in den späten achtziger Jahren ein kräftiges Wachstum; Ende 1989 belief sich der diesen Instrumenten zugrundeliegende Kapitalbetrag auf insgesamt \$ 450 Mrd. Im ersten Halbjahr 1990 wurden Kontrakte mit einem Volumen von weiteren \$ 145 Mrd. arrangiert.

Veränderter
Charakter des
Swapgeschäfts

Die Swapmärkte haben sich im letzten Jahr auch in anderer Hinsicht entwickelt. Erstens sind die verschiedenen Märkte – großenteils wegen der zunehmenden Verwendung von Swaps – enger miteinander verflochten worden, so daß größere Arbitragemöglichkeiten weniger häufig und kurzlebiger sind als in der Vergangenheit. Außer bei Ecu-Anleihen, wo nach wie vor spezielle Arbitragemöglichkeiten bestehen, scheint die Verwendung von Swaps in Verbindung mit Neuemissionen erheblich zurückgegangen zu sein. Zweitens war in der Vergangenheit die Finanzierung von HLT zu variablen Zinssätzen arrangiert worden, wobei Swaps und Caps den Schuldnern die Möglichkeit geboten hatten, sich gegen Zinsänderungsrisiken abzusichern. Der Rückgang von Leveraged Buy-outs und anderen mit Firmenzusammenschlüssen zusammenhängenden Aktivitäten im Jahr 1990 verringerte die Nachfrage nach Swaps durch Endverwender und veränderte die Zusammensetzung der Marktteilnehmer.

Gewachsene
Bedeutung des
Kreditrisikos

Die Teilnehmer an Swaptransaktionen sind zunehmend auf Fragen des Kreditrisikos aufmerksam geworden. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit vieler Banken und die Zusammenbrüche von DFC, Drexel Burnham Lambert und British and Commonwealth Merchant Bank haben indirekt zu einer Erhöhung der Aufschläge für verschiedene Marktteilnehmer geführt und die Fähigkeit bestimmter Institute eingeschränkt, im Wettbewerb auf diesem Markt mitzuhalten. Es ist auch schwieriger geworden, längerfristige Swaps für Vertragspartner

Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1990 arrangierten Währungsswaps

Währung	Gesamter zugrunde- liegender Kapital- betrag*	darunter		darunter	
		gegen US-Dollar*	gegen an- dere Wäh- rungen*	End- verwender	Festzins/ variabler Zins*
Milliarden US-Dollar					
Japanischer Yen	42,3	20,9	21,4	28,1	18,0
Australischer Dollar	16,4	5,0	11,4	10,5	2,7
Schweizer Franken	15,4	7,4	8,0	12,4	7,5
D-Mark	12,2	6,1	6,1	9,1	4,2
Ecu	8,4	4,3	4,1	6,3	5,3
Pfund Sterling	8,1	3,0	5,1	5,3	3,5
Kanadischer Dollar	7,2	6,1	1,1	6,2	2,7
Zwischensumme	110,0	52,8	57,2	77,9	43,9
Sonstige	16,9	9,5	7,4	13,0	8,3
abzüglich: Doppelzählungen von Nichtdollarswaps	-32,3	-	-32,3	-22,8	-7,4
Insgesamt	94,6	62,3	32,3	68,1	44,8

* Bereinigt um Doppelzählungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder.
Quelle: ISDA.

mit weniger als erstklassiger Bonität einzurichten. Außerdem könnte die im Rahmen der Basler Vereinbarung vorgesehene Ausweitung der Kapitalunterlegungspflicht auf das im Zusammenhang mit Swaps bestehende Kreditrisiko das Volumen und die Art neuer Abschlüsse – vor allem im Fall von Währungsswaps – beeinflussen haben.

Die Bedeutung von Kreditwürdigkeitsüberlegungen wurde im Januar 1991 durch die Entscheidung des britischen Oberhauses – der höchsten richterlichen Berufungsinstanz in Großbritannien – unterstrichen, daß Kommunen in Großbritannien nicht berechtigt seien, Swap- oder swapähnliche Vereinbarungen einzugehen. Diese Entscheidung bedeutete, daß sämtliche aus derartigen Verträgen bestehenden Verpflichtungen der Kommunalbehörden null und nichtig waren und daß den Banken erhebliche Verluste drohten. Obwohl viele Banken bereits nach den früheren Entscheidungen der unteren Gerichte Wertberichtigungen vorgenommen hatten, ließ dies die Aktienkurse bestimmter Banken kräftig fallen. Gleichzeitig stellte die Entscheidung die Gültigkeit anderer Swaptransaktionen mit Finanzintermediären, wie etwa Bausparkassen und Pensionsfonds, in Frage.

Rechtliche
Änderungen und
Unsicherheiten

Eine Möglichkeit, mit der die Marktteilnehmer versuchten, das Risiko eines Ausfalls der Gegenpartei zu verringern, besteht darin, die Rechtsgültigkeit des Netting bilateraler Swapverträge nach den in der Rahmenvereinbarung der ISDA (International Swap Dealers Association) niedergelegten Verfahren zu klären. Diese Vereinbarung regelt eine bestimmte Art von Nettingverfahren zwischen zwei Vertragspartnern, nämlich das automatische Netting bei Zahlungsunfähigkeit eines Teilnehmers (netting by close-out), nach dem bei Zahlungsunfähigkeit eines Vertragspartners die gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen aus allen zugrundeliegenden Swapgeschäften aufgerechnet und ausgeglichen werden. In den Vereinigten Staaten wurde 1990 die rechtliche Durchsetzbarkeit derartiger Nettingverfahren bei Swaps auch gesetzlich abgesichert und damit klare Rahmenbedingungen für das Vorgehen im Fall der Zahlungsunfähigkeit amerikanischer Vertragspartner aus Swapgeschäften und ähnlichen Transaktionen geschaffen. Die Basler Eigenkapitalvereinbarung erkennt derzeit im Zusammenhang mit der Ermittlung von Kreditrisikopositionen nur das „Netting durch Novation“ an, bei dem mehrere Kontrakte zwischen zwei Parteien jeweils gesondert nach Währung und Fälligkeitsdatum durch einen einzigen neuen Nettokontrakt ersetzt werden. Derzeit wird diese Frage jedoch im Lichte des Berichts des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme (s. Kapitel IX) neu überdacht.

Netting von
Swapverträgen

Rohstoffswaps und andere rohstoffbezogene derivative Instrumente

Ein Schlüsselfaktor für das Wachstum des Swapmarktes ist seine Fähigkeit, neue, an den Bedürfnissen der Endverwender ausgerichtete Produkte hervorzubringen. Der starke Anstieg der Ölpreise und ihre größere Volatilität im letzten Jahr begünstigten die Entwicklung von Rohstoffswaps und börsengehandelten, an Rohstoffpreise gekoppelten Instrumenten. Bei Rohstoffswaps werden fixe gegen variable Zahlungen getauscht, wobei letztere an die Preisentwicklung eines Rohstoffs gebunden sind – also ganz analog zu Zinsswaps, bei denen die Zahlungen an fixe und variable Zinssätze gekoppelt sind. Rohstoffswaps können daher als eine Ausdehnung der auf den Zins- und Währungsswapmärkten entwickelten Konzepte auf Rohstoffe angesehen werden. Obwohl Barter-, Kompen-

Rohstoffswaps
erlangen
Bedeutung

sationsgeschäfts- und Rohstoffterminkontrakte diesen Swaps in vielen Eigenschaften gleichen, bestehen doch einige wesentliche Unterschiede: die Absicherungsstrategien und andere Anwendungen, der für Swaps typische längere Zeithorizont, die Vielfalt an verfügbaren Produkten (Caps, Collars usw.), die im Kontrakt verwendeten Arten von Indizes und die Einschaltung von Banken als Gegenparteien. Tatsächlich ging die Ausweitung des Handels von ölproduktbezogenen Rohstoffswaps mit einer kräftigen Zunahme der Abschlüsse längerfristiger Futures-Kontrakte einher. Jedoch erlauben selbst längerfristige Futures nur eine Absicherung zu einem einzigen Zeitpunkt, während viele Endverwender einen Durchschnittspreis fixieren wollen, der einen budgetierten Zahlungsstrom absichern kann. Maßgeschneiderte Lösungen für solche Bedürfnisse können nur durch ein außerbörsliches Instrument erreicht werden.

Ursachen der
raschen
Expansion

Drei Faktoren haben zur überaus raschen Expansion der Rohstoffswaps in den letzten zwei Jahren beigetragen. Erstens beschloß die Commodity Futures Trading Commission im Juli 1989 eine „Safe Harbor“-Regelung für Marktteilnehmer in den USA, nach der Rohstoffswaps nicht als Futures-Kontrakte angesehen werden, d.h. Rohstoffswaps müssen nicht standardisiert sein oder über eine organisierte Börse gehandelt werden. Zweitens profitierte der Markt von der gut entwickelten Infrastruktur der Zins- und Währungsswapmärkte. Drittens wurde die Verwendung von Rohstoffswaps, wie bereits erwähnt, durch die stark gestiegene Volatilität auf den Rohstoffmärkten vor allem seit August 1990 angeregt. Letzten Sommer schätzte man das gesamte rohstoffindexierten Swaps und Optionen zugrundeliegende Kapitalvolumen auf \$ 7–10 Mrd.; nach der Invasion in Kuwait stieg es schätzungsweise auf \$ 40–50 Mrd.

Energiebezogene Kontrakte dürften einen Marktanteil von schätzungsweise über 80% haben. Nach Kontrakttyp gegliedert entfallen rund 75% des Marktes auf Swaps und der Rest auf Optionen. Die meisten Kontrakte haben eine ursprüngliche Laufzeit von unter zwei Jahren, und nur 10% dürften nach Schätzungen Laufzeiten von über vier Jahren aufweisen. Das Spektrum der Endanwender dürfte sehr breit sein und die verschiedenen Marktteilnehmer an den Öl- und anderen Rohstoffmärkten, Transportunternehmen sowie Spekulanten umfassen. Neben Geschäfts- und Investmentbanken sowie Versicherungsunternehmen treten einige bekannte Rohstoffproduzenten als Marktmacher auf.

Jüngste Entwicklungen auf dem Markt für private Ecu

Wachsende
Verwendung
der Ecu in allen
internationalen
Marktsegmenten

Ein herausragendes Merkmal der internationalen Finanzmärkte im letzten Jahr war die zunehmende Verwendung der Ecu. Die auf Ecu lautenden internationalen Bonds erreichten ein Neuemissionsvolumen von \$ 18 Mrd. gegenüber \$ 12 Mrd. im Jahr 1989, und der Umlauf von Ecu-Euronotes schnellte von \$ 3,5 Mrd. auf \$ 8,4 Mrd. empor. Gleichzeitig stiegen die für nationale Märkte bestimmten Ecu-Anleiheemissionen europäischer Regierungen von \$ 10 Mrd. auf \$ 15 Mrd., und das italienische und britische Schatzamt begaben weiter in erheblichem Umfang auf dem heimischen Markt kurzfristige Ecu-Schatzwechsel. Auf den Märkten für derivative Instrumente schließlich verzeichneten Ecu-Zinsswaps einen kräftigen Anstieg, und die Anzahl der Ecu-Futures- und -Optionskontrakte vervielfachte sich.

Die Ausweitung des internationalen Bruttogeschäftsvolumens der Banken in Ecu setzte sich zügig fort. Mit \$ 24 Mrd. (14%) hatte der Anstieg der gesamten grenzüberschreitenden und lokalen Ecu-Aktiva der an die BIZ berichtenden Banken etwa die gleiche Größenordnung wie in den vorangegangenen beiden Jahren, während die Ecu-Verbindlichkeiten ein noch nie dagewesenes Wachstum von \$ 36 Mrd. (23%) verzeichneten. Als Ergebnis waren zum Jahresende die zusammengefaßten Forderungen und Verbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken erstmals seit Bestehen des Marktes etwa ausgeglichen. Während früher eine Überschußnachfrage nach Ecu-Krediten bewirkte, daß die Banken in erheblichem Ausmaß selbst die Ecu-Mittel schaffen mußten, ergaben sich durch den hohen Zugang von Ecu-Einlagen im letzten Jahr Arbitragemöglichkeiten durch Zerlegung des Währungskorbs in die darin enthaltenen Einzelwährungen. Tatsächlich wurden einige Banken netto von Ecu-Gläubigern zu Ecu-Schuldnern. Nach Abzug der Doppelzahlungen aufgrund des Zwischenbankgeschäfts der berichtenden Banken stieg das Volumen an auf dem Bankenmarkt ausstehenden Ecu-Krediten per Ende letzten Jahres um schätzungsweise \$ 18 Mrd. bzw. 38% auf insgesamt \$ 65 Mrd. Während auf der Verwendungsseite die Umwandlung von Ecu-Mitteln in die einzelnen im Korb enthaltenen Währungen durch die Banken den wichtigsten Faktor darstellte, war auf der Herkunftsseite eine erheblich breitere Streuung der Einleger sowohl nach Typ als auch Nationalität

Bedeutende Veränderung der Ecu-Nettoposition der Banken

Der Markt für private Ecu							
Position	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Stand Ende 1990
	Milliarden US-Dollar						
Bankausleihungen insgesamt ¹							
Brutto	17,2	6,2	11,1	23,4	24,6	23,7	194,6
Netto ²	9,0	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	65,0
Internationale Anleiheemissionen							
Brutto, abgeschlossen	7,3	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	
Netto	7,2	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	74,6
Euro-Note-Plazierungen (netto)						4,9	8,4
Inländische Anleihebegebungen							
Brutto, abgeschlossen	2,0	1,7	2,0	8,4	10,3	15,0	
Netto	2,0	1,7	2,0	8,4	8,7	13,9	47,8
Kurzfristige inländische Schatzwechsel und -anweisungen							
Brutto	0,0	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	
Netto	0,0	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	11,4
<i>Nachrichtlich:</i>							
Offizielle Reserveguthaben in privater Ecu ¹	0,8	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	36,9
¹ Zu konstanten Wechselkursen am Ende der Periode. ² Abzüglich Doppelzahlungen wegen Mittelweitergabe zwischen den berichtenden Banken. Quellen: Nationale Stellen; AIBD; Euroclear.							

festzustellen, wobei durch schweizerische Banken neu an den Markt geleitete Treuhandgelder und Ecu-Einlagen offizieller Stellen eingeschlossen sind.

Entwicklung des
Marktes offiziell
unterstützt

Das nach Einschätzung der Marktteilnehmer fehlende Wechselkursrisiko und die Abschaffung der verbleibenden Devisenbeschränkungen in Europa trugen dazu bei, daß die verschiedenen Ecu-Marktsegmente bei Schuldnern aus Hochzins- und Anlegern aus Niedrigzinsländern auf reges Interesse stießen. Der entscheidende Faktor für das Wachstum der Märkte im letzten Jahr war jedoch die offizielle Unterstützung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft. Erstens wurde der Markt für private Ecu zunehmend zur Anlage von Währungsreserven genutzt: Die Positionen der Währungsbehörden in Ecu-Einlagen und -Wertpapieren erhöhten sich bis Ende 1990, zu konstanten Wechselkursen gerechnet, um 60% auf insgesamt \$ 37 Mrd. Zweitens erfuhr die Entwicklung von Absicherungs- und Arbitragetechniken Auftrieb durch die öffentlich geförderte Einführung von auf Ecu lautenden derivativen Instrumenten an organisierten Börsen. Der absolut wichtigste von amtlicher Seite ausgehende Impuls für den Markt für private Ecu war indes das Rekordvolumen an Anleihen, Schatzwechseln und Notes, die von den EG-Staaten selbst sowie von europäischen supranationalen Organisationen begeben wurden.

Nationale und supranationale öffentliche Kreditnehmer vereinigten zusammen etwa die Hälfte der insgesamt \$ 18 Mrd. an neuen Ecu-Euroemissionen im Jahr 1990 auf sich. Am Jahresende hatten sie einen Anteil von zusammen fast 40% am ausstehenden Gesamtvolumen des Ecu-Anleihemarktes in Höhe von \$ 75 Mrd. Darüber hinaus hatten die Regierungen in Frankreich, Italien, Griechenland und Spanien auf ihren Inlandsmärkten Ecu-Anleihen und -Notes im Volumen von \$ 48 Mrd. begeben, dazu kamen inländische Ecu-Schatzwechsel und -anweisungen Italiens und Großbritanniens in Höhe von \$ 11 Mrd. Diese Emissionen öffentlicher Stellen waren in dreifacher Hinsicht für die Gesamtentwicklung des Marktes für private Ecu von zentraler Bedeutung. Erstens wurde die Liquidität des Marktes durch das hohe Volumen (Ecu 1 Mrd. und darüber) mehrerer Anleihen deutlich verbessert. Zweitens deckten die verschiedenen Emissionen ein breites Spektrum an Laufzeiten von einem Monat (im Fall der britischen Schatzwechsel) bis fünfzehn Jahren – seit der jüngsten italienischen Begebung sogar bis zwanzig Jahren – ab, so daß eine komplette Palette an Referenzsätzen geschaffen wurde. Drittens vervielfachten diese Emissionen zusammen mit der Einführung derivativer Instrumente wie des standardisierten Futures-Kontrakts auf langfristige Anleihen an der Pariser Terminbörse (MATIF) die Möglichkeiten, die Ecu für Absicherungs- oder Spekulationszwecke zu verwenden, mit der Folge stärker wettbewerbsorientierter Konditionen und eines größeren Umsatzvolumens auf dem Primär- und Sekundärmarkt.

Veränderte Ecu-
Renditenstruktur

Die Folge war, daß die Nachfrage nach Ecu-Anlagetiteln weit über die traditionelle private Anlegerkundschaft hinausreichte und eine breite Palette institutioneller Investoren sowohl innerhalb als auch außerhalb der Europäischen Gemeinschaft umfaßte. Die steigende Nachfrage nach Ecu-Aktiva bewirkte, daß die tatsächlichen Ecu-Renditen unter die theoretischen synthetischen Renditen sanken. Gleichzeitig verdoppelten sich die Sekundärmarktumsätze gegenüber 1989.

In den ersten drei Monaten des Jahres 1991 beschleunigte sich die

Emissionstätigkeit weiter: Es wurden neue Anleihen mit einem Rekordvolumen von \$ 17 Mrd. angekündigt. Die Dominanz staatlicher und supranationaler Emittenten nahm weiter zu; auf sie entfielen beinahe vier Fünftel des Gesamtvolumens. Besonders zu erwähnen sind zwei „Jumbo“-Begebungen, eine über Ecu 1,25 Mrd., die von Belgien auf den Markt gebracht wurde, um in D-Mark und Schweizer Franken fällig werdende Anleihen zu refinanzieren, sowie eine zweite über Ecu 2,5 Mrd., die von Großbritannien mit der ausdrücklichen Absicht, den Londoner Ecu-Markt weiterzuentwickeln, begeben wurde. Im Februar nahm Italien Ecu 2,5 Mrd. mit zwanzigjähriger Laufzeit auf. Auch die Einführung des Ecu-Anleihektrakts an der LIFFE in London Anfang März und die Schaffung neuer außerbörslich gehandelter Futures- und Optionskontrakte förderten die Tiefe und Breite des Marktes.

Rekordvolumen
an Ecu-Emissionen im ersten
Quartal 1991

Die internationale Verschuldungssituation

Die internationale Verschuldungssituation erfuhr im letzten Jahr eine weitere leichte Verbesserung. Trotz der stark unterschiedlichen Wachstums- und Exportentwicklung der einzelnen Entwicklungsländer, die weiter oben in diesem Bericht beschrieben ist, erzielten die mit Schwierigkeiten kämpfenden Schuldnerländer, insbesondere die durch den Baker-Plan erfaßten vierzehn hochverschuldeten Länder, eine gewisse Verringerung ihres Schuldenstandes und Schuldendienstes im Verhältnis zu den Exporten. Die Anfangserfahrungen bei offiziell unterstützten Programmen zur Verringerung des Schuldenstandes und Schuldendienstes waren positiv. Einige große Schuldner sahen sich jedoch weiterhin bei der Reform ihrer Volkswirtschaften und bei der Normalisierung der Beziehungen zu ihren Gläubigern ernststen Schwierigkeiten gegenüber. Außerdem hatten einige osteuropäische Länder, die ihren Zahlungsverpflichtungen über Jahre hindurch pünktlich nachgekommen waren, Probleme, ihre Schulden rechtzeitig und regelmäßig zu bedienen.

Lage der hochverschuldeten
Entwicklungsländer etwas
besser

Die aggregierte Auslandsverschuldung der sechsundsiebzig Länder, die in den letzten vier Jahren Schwierigkeiten bei der Bedienung ihrer Schulden gehabt haben, erhöhte sich, zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet, um \$ 32 Mrd. bzw. 4%. Der Anstieg ging vor allem auf Wechselkurseffekte zurück. Wie in den vorangegangenen zwei Jahren nahmen die Forderungen der Geschäftsbanken an die Problemschuldnerländer ab, und am Ende des Jahres hielten jene nur noch 40% der insgesamt gegenüber diesen Ländern ausstehenden Auslandsforderungen, verglichen mit 55% im Jahr 1983. Wenngleich viele Banken weiterhin jede sich bietende Gelegenheit nutzten, um ihr Engagement zu verringern, gab es hie und da Hinweise darauf, daß einige Kreditgeber im zweiten Halbjahr ihre Schuldenstrategie einer Neueinschätzung unterzogen. Der Sekundärmarktkurs der Verbindlichkeiten einiger Länder erhöhte sich substantiell, und die Banken waren etwas geneigter, im Rahmen offiziell unterstützter Schuldenerleichterungsprogramme auf die Option der Bereitstellung neuer Geldmittel einzugehen.

Die Zinsrückstände von Ländern mit Schuldendienstproblemen erhöhten sich im vergangenen Jahr weiter. Ende 1990 beliefen sie sich auf etwa 5% der gesamten Auslandsverschuldung, die höchste bisher verzeichnete Quote. Die

Zinsrückstände
nehmen weiter
zu

Verschärfung dieses Problems war vornehmlich auf das deutliche Anwachsen der Zinsrückstände einiger weniger Länder zurückzuführen, zu denen vor allem Brasilien und Argentinien gehörten. Der Nettozuwachs der Rückstände war mit \$ 8 Mrd. jedoch nur halb so groß wie der des Jahres 1989, da es rund einem Dutzend Ländern gelang, ihre überfälligen Verbindlichkeiten zu begleichen, häufig im Rahmen umfassender Schuldenumstrukturierungsprogramme.

Schuldenumstrukturierung
im Rahmen der
Brady-Initiative

Eine Reihe von Schuldnerländern, darunter Mexiko, die Philippinen, Costa Rica, Venezuela und Uruguay, erarbeiteten im letzten Jahr zusammen mit ihren Gläubigerbanken Schuldenumstrukturierungsabkommen im Rahmen der Brady-Initiative. Diese Abkommen beinhalteten gewöhnlich eine Kombination von Schuldenreduktion, Schuldendienst erleichterung und Bereitstellung neuer Mittel seitens der Gläubigerbanken. Das Ausmaß der Abschläge in den Umstrukturierungspaketen der einzelnen Länder spiegelte gewöhnlich die Preise am Sekundärmarkt wider; um für die Banken die Beteiligung interessanter zu machen, wurden die umstrukturierten Kredite mit Sicherheiten für das Kapital und fortlaufenden Zinsgarantien ausgestattet. Die Finanzmittel für die Besicherungen stellten multilaterale Finanzorganisationen wie IWF und Weltbank, die Regierungen der großen Industrieländer und auch die Schuldnerländer selbst durch Entnahmen aus ihren Reserven zur Verfügung. Mehrere Abkommen enthielten die bemerkenswerte Klausel, wonach das Schuldnerland zu höheren Schuldendienstzahlungen verpflichtet ist, sollten sich seine wirtschaftlichen Verhältnisse, namentlich die Terms of trade, substantiell verbessern. Andererseits verpflichteten sich die Gläubiger nicht, im Falle einer unerwarteten Verschlechterung der Lage zusätzliche Konzessionen oder Gelder zu gewähren.

Flexible
Handhabung
im Einzelfall

Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens variierten die auf Basis der Brady-Initiative ausgehandelten Schuldenrestrukturierungsabkommen je nach der Einzelsituation des Schuldners und der Strategie der Banken. In den gegen Ende 1989 und Anfang 1990 mit Mexiko, Costa Rica und den Philippinen geschlossenen Abkommen zeigte sich eine eindeutige Präferenz der Banken für die Verringerung der Schulden und des Schuldendienstes. Im Falle Costa Ricas war die Gewährung von neuen Mitteln nicht einmal als eine der möglichen Optionen vorgesehen. Bei den späteren Abkommen mit Venezuela und Uruguay ließen dagegen die Banken eine gewisse Bereitschaft erkennen, neue Kredite zur Verfügung zu stellen. Im Fall Venezuelas enthielt das Maßnahmenpaket zudem eine größere Auswahl an Optionen, um möglichst viele Banken – mit unterschiedlichen Auffassungen über die Notwendigkeit von Schuldenerleichterungen und divergierenden Geschäftsstrategien in bezug auf die Entwicklungsländer – zur Beteiligung zu bewegen.

Größenordnungen

Bis zum Frühjahr dieses Jahres waren von der Restrukturierung im Rahmen der Brady-Initiative fast \$ 80 Mrd. an mittel- und langfristigen Bankschulden erfaßt worden, wobei im Ergebnis die Schulden selbst um insgesamt rund \$ 12 Mrd. und die Zinskosten um \$ 11 Mrd. reduziert sowie neue Kredite von über \$ 3 Mrd. gewährt worden waren. Um diese Vergünstigungen zu erlangen, mußten die betreffenden Länder \$ 3,5 Mrd. ihren eigenen Reserven entnehmen und zusätzliche \$ 7,6 Mrd. für die Bereitstellung von Absicherungen borgen.

Der Umfang der mit diesen Maßnahmen erzielten Schuldenerleichterungen ist ziemlich bescheiden, unabhängig davon, ob man den Mittelfluß oder die

Gesamthöhe der Auslandsverschuldung der Länder betrachtet. Gleichwohl zeigten sich inzwischen dank erfolgreicher struktureller Anpassungsprogramme bei einigen Ländern wieder Ansätze zur Fähigkeit, privates Kapital ins Land zu holen. Solche Zuflüsse erfolgten nicht in Form von Zahlungsbilanzfinanzierungen der Geschäftsbanken, sondern beruhten hauptsächlich auf höheren Beteiligungsinvestitionen und der Rückführung von Fluchtkapital.

Angesichts der Notwendigkeit, das Eigenkapital aufzustocken und – in einigen Fällen – Verluste bei den Inlandsforderungen hinzunehmen, verspürten die Banken im allgemeinen wenig Neigung, ihr Kreditengagement gegenüber den Entwicklungsländern zu erhöhen. Die Gewährung neuer Kredite war im wesentlichen auf Wirtschaftsunternehmen in Chile, Mexiko, Uruguay und Venezuela beschränkt, wenngleich Chile auch \$ 320 Mio. durch eine syndizierte Euroanleihe erhielt. Die Finanzierungen waren weitgehend projektbezogen und häufig durch offene Forderungen oder Auslandsguthaben des kreditaufnehmenden Unternehmens besichert. Derartige Vereinbarungen, mit denen das Boni-

Nur begrenzte
spontane
Neukredit-
gewährung ...

Entwicklung der Auslandsverschuldung ausgewählter Länder							
Position	Stand					Veränderung, wechsellkurs- bereinigt	
	1983	1987	1988	1989	1990	1989	1990
	Milliarden US-Dollar						
Brasilien							
Gesamtschulden	98,1	123,6	115,6	111,3	113,8		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	71,3	81,0	76,0	70,8	65,2	-5,5	- 7,1
Forderungen an Banken	11,4	13,5	16,3	16,1	17,5	-0,2	1,2
Mexiko							
Gesamtschulden	93,0	109,4	100,8	95,6	96,0		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	72,1	75,8	71,5	70,1	55,0	-1,2	-15,4
Forderungen an Banken	18,0	30,1	24,4	22,7	26,3	-1,6	3,4
Argentinien							
Gesamtschulden	45,9	58,4	58,7	64,7	60,5		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	27,4	35,3	37,6	32,3	29,8	-5,4	-3,5
Forderungen an Banken	8,7	10,2	12,3	14,1	14,9	1,8	0,6
Sowjetunion							
Gesamtschulden	26,9	39,2	43,0	54,0	60,0		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	16,2	33,3	36,9	44,8	42,1	7,5	- 6,2
Forderungen an Banken	10,9	14,1	15,3	14,7	8,7	-0,7	- 6,5
Polen							
Gesamtschulden	26,3	42,6	42,1	43,3	46,5		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	11,3	12,3	10,6	10,3	11,3	-0,6	0,0
Forderungen an Banken	1,2	3,0	3,6	3,9	7,8	0,2	3,5
Venezuela							
Gesamtschulden	38,3	35,3	35,5	33,1	36,2		
<i>darunter: gegenüber Banken</i>	28,3	25,0	25,6	24,1	17,6	-1,6	- 7,1
Forderungen an Banken	17,1	16,2	15,8	16,3	20,8	0,5	4,4
Anmerkung: Die Bezeichnung „Banken“ bezieht sich nur auf die im BIZ-Meldesystem erfaßten Institute. Für 1990 sind die Zahlen über die Gesamtschulden vorläufig. Sowjetunion und Polen: nur Schulden in konvertibler Währung.							
Quellen: BIZ; IWF; Weltbank.							

täts- und das Transferrisiko so gering wie möglich gehalten werden sollten, sind bezeichnend für die Vorsicht der Banken bei der Gewährung kommerzieller Kredite an Schuldner in Ländern, die in jüngster Zeit Schuldenprobleme hatten.

... aber erhebliche Rückflüsse von Fluchtkapital und Zuflüsse von Beteiligungskapital ...

Verglichen mit den bei Banken oder durch Anleihen aufgenommenen begrenzten Beträgen haben in einigen lateinamerikanischen Ländern bedeutende Rückflüsse von Fluchtkapital und Zuflüsse zur Anlage in Anteilskapital stattgefunden. Indirekte Beteiligungsinvestitionen ergaben sich durch die Plazierung von Aktien aus Entwicklungsländern an ausländischen Aktienmärkten oder über Länderfonds, wobei beide Anlagearten für den Investor einen Grad der Liquidität besitzen, den Direktengagements auf den Märkten der Entwicklungsländer nicht aufweisen. Am bedeutendsten für den Aufbau von Kapitalbeteiligungen in Lateinamerika durch Ausländer waren jedoch Debt-for-Equity-Swaps.

... verbunden mit Schuldenumwandlungen

Die lateinamerikanischen Länder führten 1990 rund \$ 12 Mrd. an derartigen Umwandlungen von Kreditforderungen in Beteiligungskapital durch; davon entfielen \$ 3,5 Mrd. auf Mexiko, \$ 1 Mrd. auf Chile und \$ 0,7 Mrd. auf Venezuela. Die stärkste Reduktion der Verbindlichkeiten mittels Schuldenumwandlung erreichte indes Argentinien, ein Land, dessen bislang erfolglose Reformanstrengungen und schlechte Wirtschaftsergebnisse ein Abkommen im Rahmen der Brady-Initiative unmöglich gemacht haben. Die Abnahme seiner Verbindlichkeiten um \$ 7 Mrd. war auf die Privatisierung von Staatsbetrieben zurückzuführen, so daß davon wenig expansive Einflüsse auf die inländische Geldmenge ausgingen. In einigen anderen Ländern waren die Möglichkeiten der Schuldenumwandlung dadurch eingeengt, daß Bedenken wegen der monetären Auswirkungen derartiger Geschäfte bestanden.

Langwierige Verhandlungen der Banken mit Argentinien ...

Für Argentinien war die Schuldenumwandlung in Beteiligungskapital nicht nur deswegen wichtig, weil sie die Bankverbindlichkeiten des Landes spürbar verringerte, sondern auch, weil die Abgabe der für die Umwandlung erforderlichen Verzichtserklärung der Banken eine Verbesserung der zuvor gespannten Beziehungen Argentiniens zu seinen Gläubigern anzeigte. Dieses konstruktivere Klima wurde dadurch begünstigt, daß Argentinien nach mehr als zwei Jahren völliger Zahlungseinstellung wieder regelmäßige, wenn auch bescheidene Zinszahlungen an die Banken leistete. Trotz dieser Zahlungen erhöhten sich Argentiniens Zinsrückstände weiter und beliefen sich Ende 1990 insgesamt auf rund \$ 7,5 Mrd.

... und Brasilien

Die Frage, wie mit Zinsrückständen zu verfahren sei, war ein wichtiger Punkt bei den Verhandlungen zwischen Brasilien und seinen Gläubigern über die Umstrukturierung von rund \$ 50 Mrd. an Bankforderungen. In diesem Frühjahr erzielten Brasilien und sein beratender Bankenausschuß eine vorläufige Übereinkunft über mehr als \$ 8 Mrd. an Zinsrückständen, die seit der Zahlungseinstellung des Landes im Juli 1989 aufgelaufen waren. Der Abkommensentwurf sieht die Umwandlung von rund drei Vierteln der überfälligen Zinsen in Anleihen vor, während das verbleibende Viertel von Brasilien im Laufe dieses Jahres zu zahlen ist.

Wachsende Bedeutung offizieller Schuldenerleichterungen

Seit 1988 haben sich die Zahl und die Kategorien der Länder, denen offiziell unterstützte Schuldenerleichterungen gewährt wurden, kontinuierlich erhöht. Die ärmsten der afrikanischen Länder südlich der Sahara waren die ersten, die davon profitierten. Im Jahr 1989 wurde dann beschlossen, daß öffentliche

Mittel fallweise verwendet werden könnten, um Maßnahmen zu fördern, die auf eine Verringerung der Bankverbindlichkeiten hochverschuldeter, umfassende Reformprogramme durchführender Länder mittleren Einkommens gerichtet waren.

Auf dem Wirtschaftsgipfel in Houston im Juli 1990 ermutigten die politischen Führer der großen Industrieländer die im Pariser Club zusammengeschlossenen öffentlichen Gläubiger, zusätzliche Optionen in Erwägung zu ziehen, mittels deren die Schuldenlast der Länder mit unteren mittleren Einkommen bewältigt werden könnte. Einer der Hauptkandidaten für Erleichterungen gemäß dieser Initiative war Polen. Polen schuldet im Gegensatz zu den vom Baker- und vom Brady-Plan erfaßten hochverschuldeten Ländern mittleren Einkommens mehr als zwei Drittel seiner \$ 46,5 Mrd. betragenden Auslandsverbindlichkeiten dem öffentlichen Sektor. Im März 1991 einigte sich der Pariser Club grundsätzlich darauf, die bilateralen Verbindlichkeiten des Landes gegenüber öffentlichen Gläubigern auf Barwertsbasis um die Hälfte zu kürzen. Die Reduzierung soll in zwei Stufen stattfinden: 30% werden im Zeitraum 1991–94 und weitere 20% in einer späteren Phase abgeschrieben – vorausgesetzt, Polen hält die wirtschaftlichen Zielvorgaben des vom IWF gestützten Programms der strukturellen Anpassung und Stabilisierung ein. Darüber hinaus werden für drei Jahre die Zinszahlungen um 80% verringert.

Polen ist zwar das einzige Land in Osteuropa mit chronischen Schuldenproblemen, doch auch andere Länder der Region haben inzwischen mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Bulgarien verkündete im März 1990 einseitig ein Moratorium bei der Bedienung seiner Bankverbindlichkeiten, was die Banken bewog, ihr Kreditengagement gegenüber den anderen osteuropäischen Ländern zu überdenken, und zwar selbst gegenüber jenen, die ihren Schuldendienstverpflichtungen bisher ohne Unterbrechung nachgekommen waren. Im April 1991 kam der Pariser Club überein, Bulgariens Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Gläubigern von \$ 1,8 Mrd. umzuschulden. Hinzu kam, daß die Sowjetunion, die viele Jahre lang als einer der vertrauenswürdigsten staatlichen Kreditnehmer angesehen worden war, über weite Strecken des vergangenen Jahres mit der Rückzahlung von über \$ 5 Mrd. an westlichen Handelskrediten im Verzug war.

Auch Ägypten kam im Berichtszeitraum in den Genuß von Maßnahmen zur Reduzierung seiner Verbindlichkeiten. Die USA willigten ein, Ägypten als Anerkennung für seinen Beitrag im Golfkrieg Schulden in Höhe von \$ 7 Mrd. zu erlassen.

Die afrikanischen Länder südlich der Sahara kämpfen nach wie vor mit ihren Auslandsverbindlichkeiten, die vorwiegend gegenüber öffentlichen Gläubigern bestehen. Belastet durch ein hohes Bevölkerungswachstum, geringe Investitionen und eine schmale Produktions- und Exportbasis konnten diese Länder mehr als 40% ihrer planmäßigen Schuldendienstverpflichtungen nicht nachkommen. Es fand eine Reihe von Umschuldungsabkommen statt, einige davon zu äußerst günstigen Vorzugsbedingungen, und die Regierungen der Industrieländer erließen fast \$ 5 Mrd. an Entwicklungshilfedarlehen. Der Gegenwartswert der gemäß der „Toronto“-Übereinkunft für bilaterale öffentliche Kredite gewährten Konzessionen belief sich für die ersten neun Monate des Jahres lediglich auf

Zunehmende
Schuldendienst-
probleme
in Osteuropa

Anhaltende
Probleme in
Ländern südlich
der Sahara

\$ 0,8 Mrd. Trotz der beträchtlichen Hilfen, die diesen Ländern bisher gewährt wurden, sehen sie sich nach wie vor enormen Schuldendienstproblemen gegenüber. Deshalb wurden auf der Commonwealth-Konferenz in Trinidad im September 1990 weitere Schuldenerlässe zugunsten dieser Länder in bezug auf ihre Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Gläubigern vorgeschlagen.

Drei Jahre Erfahrung mit öffentlich unterstützten Schuldenerleichterungen für eine sehr uneinheitliche Gruppe von Ländern lassen den Schluß zu, daß diese Strategie Ländern dabei helfen kann, ihre Volkswirtschaften durch umfassende Strukturreformen und eine makroökonomische Stabilisierung zu sanieren. Hinzu kommt, daß einige der früheren Bedenken hinsichtlich der mit Schuldenerleichterungen einhergehenden Gefahren verflogen sind. Die Verknüpfung von Schulden- und Schuldendienstreduzierung mit einer soliden Wirtschaftspolitik hat die Befürchtungen, daß immer mehr Länder Konzessionen eingeräumt erhielten, ohne daß dies nachhaltig auf ihre Volkswirtschaften durchschlägt, gedämpft. Einer weiteren Sorge, daß nämlich die Gläubiger nicht gleich behandelt würden, wurde mit dem Angebot einer großen Zahl von Optionen sowie deren Orientierung an Sekundärmarktabschlägen und durch Vertragsklauseln, die den Gläubigern eine Beteiligung an unerwartet günstigen Entwicklungen zugestehen, Rechnung getragen.

Was schließlich die Bedenken anbelangt, daß in Kraft gesetzte Schuldenreduzierungsprogramme den Willen anderer Länder, ihre Schulden zu bedienen, schwächen könnten, so scheinen sich diese als unbegründet herausgestellt zu haben. Die Schuldner haben festgestellt, daß die Banken sich äußerst zurückhaltend bei der Kreditvergabe an Länder verhalten, die in der Vergangenheit Schuldendienstprobleme hatten; dies gilt sogar für solche Länder, deren Verbindlichkeiten mit Hilfe öffentlich unterstützter Schuldenerleichterungen beträchtlich gekürzt wurden. In Wahrheit ist das sine qua non des Wiedereinsetzens spontaner privater Kapitalzuflüsse nicht die öffentlich geförderte Schuldenreduzierung, sondern die Durchführung erfolgreicher umfassender Anpassungsprogramme, mit denen die wirtschaftliche Lage eines Landes dauerhaft verbessert werden kann.

VII. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik

Schwerpunkte

Die Geldpolitik in Japan und Deutschland war im letzten Jahr weiterhin darauf gerichtet, einem zunehmenden Inflationsdruck zu begegnen, während sie in den Vereinigten Staaten als Reaktion auf die beginnende Rezession gelockert wurde. In einigen anderen Ländern, in denen zuvor zur Abwehr des Inflationsdrucks eine vergleichsweise restriktive Geldpolitik betrieben worden war, wurde ein deutlicher Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zugelassen.

Die Bedeutung, die in den größeren Volkswirtschaften den Geldmengen- und Kreditaggregaten beigemessen wurde, war Ausdruck einer merklichen Hinwendung der Politik auf inländische Zielgrößen. Dies war besonders klar ersichtlich an der Reaktion der Verantwortlichen in den USA auf Anzeichen eines „credit crunch“, der die Rezession zu verschärfen drohte. In anderen Ländern, in denen es zu einer Anspannung der Kreditangebotsbedingungen und zu Preisrückgängen bei Vermögenswerten gekommen war, wurden diese Entwicklungen als Folgen vorangegangener spekulativer Übersteigerungen und einer monetären Antiinflationpolitik angesehen.

Ungeachtet der innerhalb der Europäischen Gemeinschaft in den letzten Jahren erreichten Annäherung der Inflationsraten und Zinssätze haben die Unterschiede der wirtschaftlichen Aussichten neue Fragen über das Funktionieren der innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus bereits praktizierten Quasi-Währungsunion aufgeworfen. In einigen EG-Ländern hat der Annäherungsprozeß noch einen weiten Weg vor sich. Dennoch traten die Verhandlungen über weitere Schritte zu einer Europäischen Währungsunion mit der Einberufung zweier Regierungskonferenzen im Dezember in eine neue Phase. Es besteht weitgehende Übereinstimmung darin, daß jegliche neue Vereinbarungen den Vorrang der Preisstabilität institutionalisieren und ein hohes Maß an Unabhängigkeit bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung mit einschließen sollten. Gleichwohl gibt es große Meinungsverschiedenheiten sowohl über den weiteren Weg zu einer Wirtschafts- und Währungsunion als auch über das einzuschlagende Tempo. Welcher Art eine politische Übereinkunft sein wird, die konkrete Veränderungen zum Gegenstand hat, bleibt abzuwarten.

Der Kurs der Geldpolitik im letzten Jahr

Entgegengesetzte Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften

Die Unterschiede in der Geldpolitik, die seit dem Frühjahr 1989 sichtbar waren, als die wirtschaftlichen Entwicklungen in den größten Industrieländern auseinanderzulaufen begannen, wurden im letzten Jahr immer ausgeprägter. In den

ersten Monaten des Jahres 1990 blieb die Politik der Federal Reserve und der Deutschen Bundesbank unverändert, während die Bank von Japan fortfuhr, einen allmählichen Anstieg des Tagesgeldsatzes zu fördern. Die Reaktionen der Zentralbanken auf internationale Störungen waren darüber hinaus stark abhängig von der unterschiedlichen Beurteilung ihrer wahrscheinlichen Wirkung auf die inländische Wirtschaft und auf die Erreichung inländischer Zielsetzungen. Stimmte man noch darin überein, daß der Primäreffekt des Ölpreisanstiegs auf die Wirtschaftstätigkeit und das Preisniveau wohl nicht zu verhindern war, so schien die Hauptsorge in den USA der möglichen Auswirkung auf die Produktion, hingegen in Japan und Deutschland dem Einfluß auf die Inflationserwartungen zu gelten. Auch über die mögliche Wirkung der Feindseligkeiten am Golf auf die Zukunftserwartungen von Unternehmern und Verbrauchern scheinen ganz unterschiedliche Vorstellungen bestanden zu haben. Während Japan und Deutschland einen weiteren Anstieg der kurzfristigen Zinssätze zuließen, wurde in den Vereinigten Staaten die Geldpolitik drastisch gelockert.

In allen drei Ländern verfolgten die Zentralbanken genau, wie die Anleihemärkte die voraussichtliche Auswirkung der Geldpolitik auf die Inflation einschätzten. Der Rückgang der Renditen öffentlicher Anleihen in den Vereinigten Staaten gegen Jahresende 1990 und in Deutschland im Frühjahr 1991 wurde zum Teil als Zeichen der Zuversicht gewertet, daß die Inflation unter Kontrolle bleiben werde. Der starke Rückgang der Renditen in Japan gegen Ende 1990, der zum großen Teil ein Resultat der Hinwendung japanischer institutioneller Anleger zum Inlandsmarkt war, dürfte einen Punkt erreicht haben, an dem die Effektivität der Zinspolitik bei der Inflationskontrolle in Mitleidenschaft gezogen wurde.

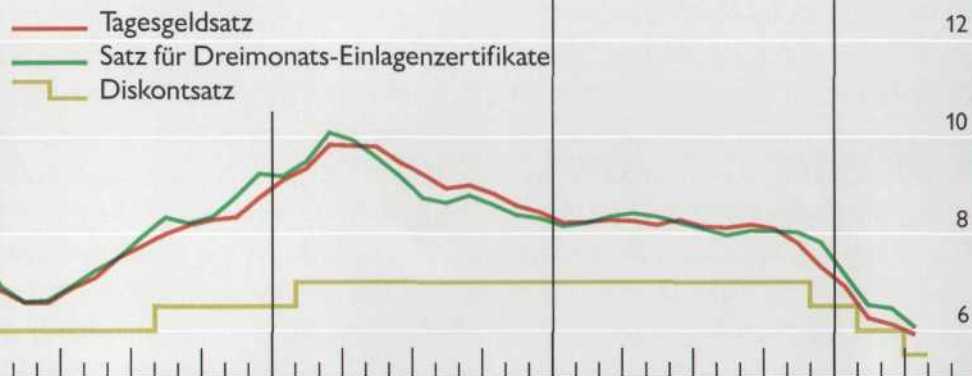
Es wurde im letzten Jahr kein Versuch unternommen, die Geldpolitik zu ändern, um der Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark zu begegnen, von der man meinte, daß sie sowohl mit der Fortsetzung des internationalen Anpassungsprozesses als auch mit den unterschiedlichen Zielen der Geldpolitik hinsichtlich der effektiven Nachfrage in Einklang stand. Dem Anstieg des US-Dollars nach Beendigung der Feindseligkeiten am Golf wurde im April in Deutschland mit Devisenmarktinterventionen und einer leichten Anpassung der kurzfristigen Zinssätze begegnet.

Nordamerika

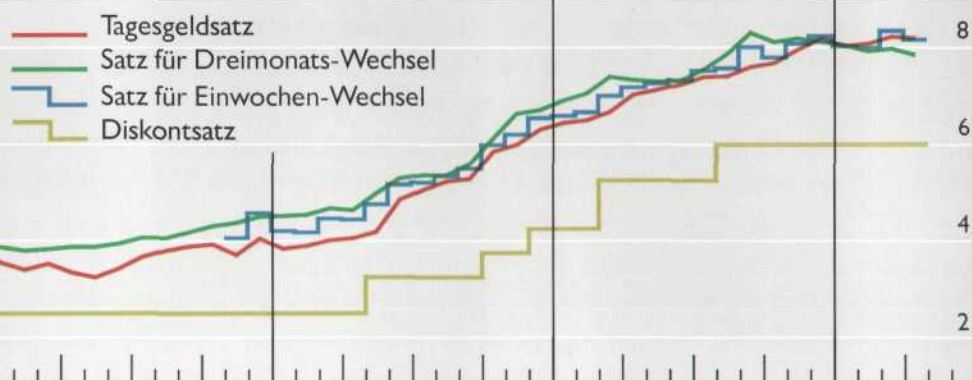
Obwohl es Anzeichen der Schwäche der Wirtschaft und der Labilität des Finanzsystems bereits seit einiger Zeit gegeben hatte, wurde in den Vereinigten Staaten bis zum Spätherbst 1990 ein geldpolitischer Kurs verfolgt, der darauf angelegt war, eine maßvolle Expansion der Wirtschaftstätigkeit im Einklang mit einem allmählichen Nachlassen des zugrundeliegenden Inflationsdrucks aufrechtzuerhalten. Anders als in vorangegangenen Konjunkturzyklen ließ die Federal Reserve im Jahr 1989, bereits bevor der lange Konjunkturaufschwung seinen Höhepunkt erreichte, den Tagesgeldsatz sinken. Gleichwohl blieb die Rate im Frühjahr 1990 weitgehend unverändert, als sich ungeachtet regionaler und sektoraler Probleme die Wirtschaftstätigkeit als recht robust erwies. Im Juli lockerte die Zentralbank aufgrund zunehmender Sorgen über eine übermäßige Verknappung des Kreditangebotes vorsichtig die Konditionen am Geldmarkt.

Amtliche Sätze und Geldmarktsätze

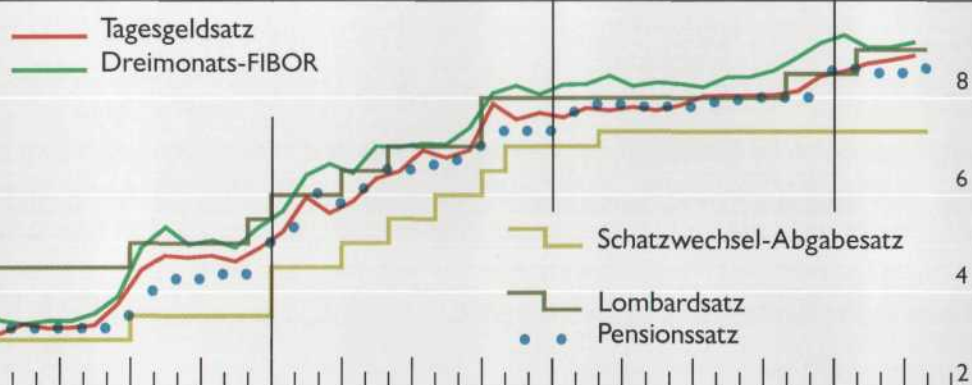
USA



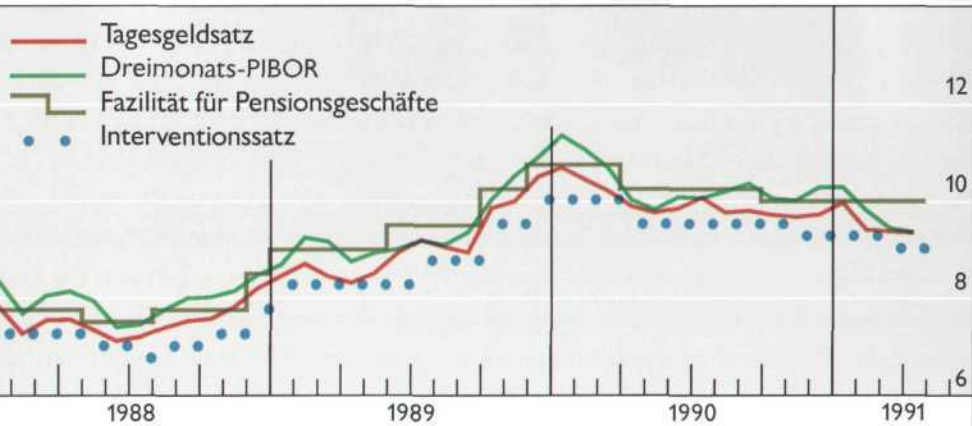
Japan



Deutschland



Frankreich



Der Ölpreisanstieg im August beeinträchtigte das Vertrauen der Unternehmer und Verbraucher in die weitere Wirtschaftsentwicklung, und die wirtschaftlichen Aussichten verschlechterten sich. Im Oktober wurde eine weitere Lockerung der Geldmarktbedingungen zugelassen, nachdem der Kongreß ein auf mehrere Jahre angelegtes Gesetzespaket zur Reduzierung des Haushaltsdefizits verabschiedet hatte, das aus der Sicht der Notenbank die Gewähr für einen erheblich restriktiveren Kurs in der Finanzpolitik bot.

Ein wesentlich stärkerer Rückgang der kurzfristigen Zinssätze folgte ab November. Der Tagesgeldsatz, der von rund 8¼% im Januar 1990 lediglich auf 7¾% im November gefallen war, wurde bis Anfang Mai 1991 auf rund 5¾% zurückgeführt. Der Diskontsatz wurde zwischen Dezember 1990 und April 1991 in drei Schritten von 7% auf 5½% gesenkt. Wenn diese Maßnahmen auch eine deutliche Reaktion auf den unerwartet starken Einbruch der Wirtschaftstätigkeit und die über die Erwartungen hinausgehende Versteifung der Konditionen für Bank- und Kapitalmarktkredite waren, so standen sie doch auch im Einklang mit der schwachen monetären Expansion.

... und Kanada

In Kanada machten die Reaktionen des Devisenmarktes auf eine vorsichtige Lockerung der Geldpolitik im Frühjahr 1990, noch bevor Anzeichen einer Konjunkturabschwächung allgemein erkennbar waren, eine kräftige Anhebung der Geldmarktsätze zur Verteidigung des kanadischen Dollars notwendig. Die Wirtschaft geriet im Sommer in die Rezession, aber die Bank von Kanada war darauf bedacht, einen zu schnellen Rückgang der kurzfristigen Zinssätze, der den Wechselkurs hätte unter Druck setzen können, zu verhindern. Gleichwohl fielen zwischen Mitte 1990 und Frühjahr 1991, als die Arbeitslosigkeit stark zunahm, die Geldmarktzinsen in Kanada weitaus stärker als die vergleichbaren US-Zinssätze.

Japan

Verschärfung
in Japan

Vor dem Hintergrund vorangegangener, auch spekulativer Preissteigerungen bei Grund und Boden und anderen Vermögenswerten sowie einer zunehmenden Verknappung auf den Waren-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten im letzten Jahr förderte die Bank von Japan über das gesamte Jahr 1990 hinweg eine allmähliche Befestigung des Tagesgeldsatzes und erhöhte im März und August den Diskontsatz. Das Tempo der wirtschaftlichen Expansion wurde mit Blick auf die Gefahr einer sich möglicherweise entwickelnden Lohn-Preis-Spirale als zu hoch bewertet. Der Anstieg der Bodenpreise kam im Laufe des Jahres zum Stillstand, und das erreichte Niveau der Zinssätze und Kreditrestriktionen schien das Wirtschaftswachstum allmählich auf eine tragbare Größenordnung herunterzubringen. Der Tagesgeldsatz wurde nach Januar 1991 nicht weiter angehoben.

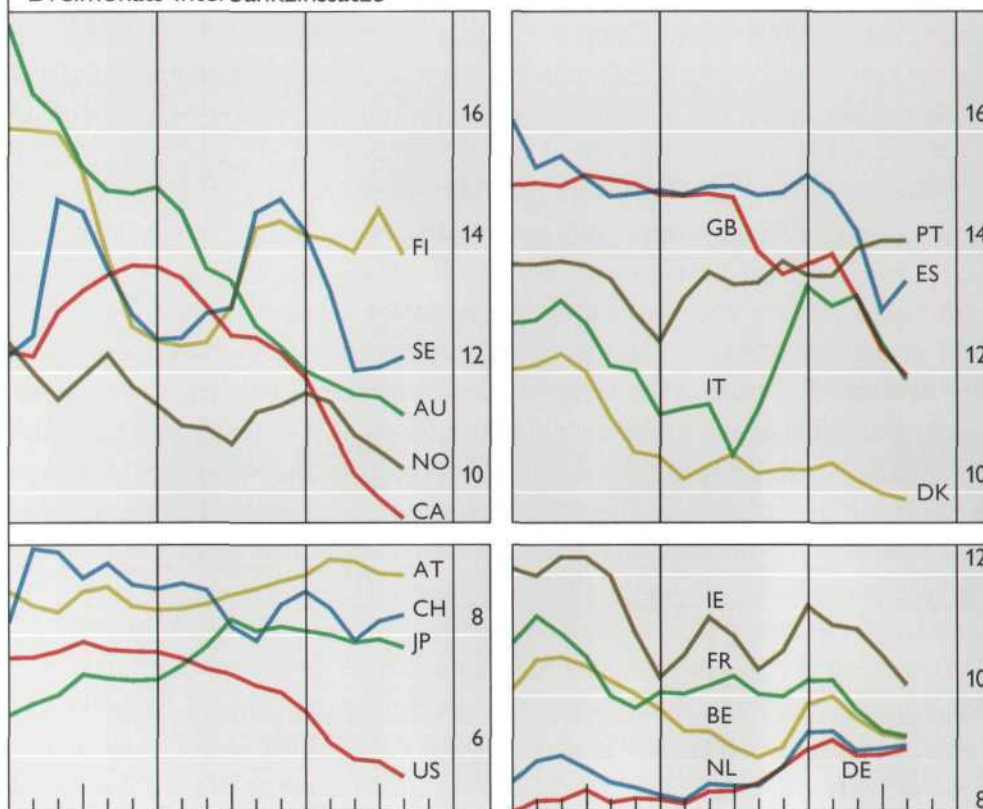
Westeuropa

Bundesbank
erhöht
Lombardsatz

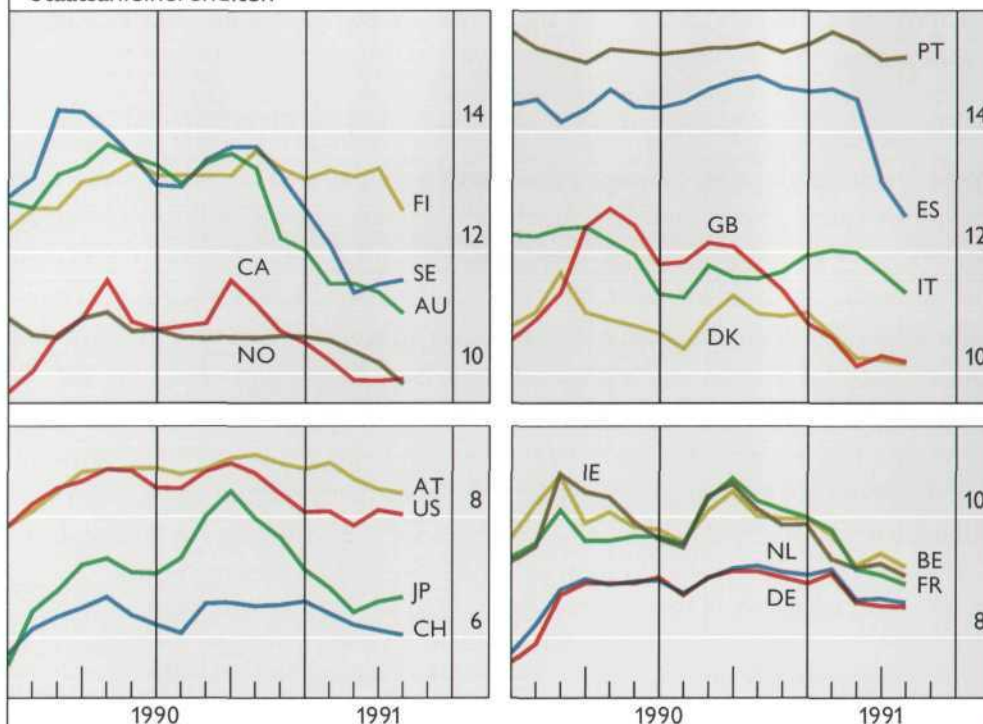
Die Geldpolitik in Deutschland blieb, nachdem sie 1989 verschärft worden war, 1990 weitgehend unverändert. Der Anpassungsprozeß in Ostdeutschland im Anschluß an die Einführung der D-Mark im Juli wurde durch einen – trotz niedrigerer Produktivität – raschen Anstieg der Löhne behindert. In Westdeutschland erwies sich der starke Nachfragedruck als vereinbar mit einem recht verhaltenen Anstieg der Verbraucherpreise, was zum Teil auf die feste D-Mark und einen

Zinssätze und Anleiherenditen

Dreimonats-Interbankzinssätze¹



Staatsanleiherenditen²



Anmerkung: AT = Österreich; AU = Australien; BE = Belgien; CA = Kanada; CH = Schweiz; DE = Deutschland; DK = Dänemark; ES = Spanien; FI = Finnland; FR = Frankreich; GB = Großbritannien; IE = Irland; IT = Italien; JP = Japan; NL = Niederlande; NO = Norwegen; PT = Portugal; SE = Schweden; US = USA.

¹ USA, Kanada und Schweden: Schatzpapiere. ² Spanien: öffentliche Anleihen; Dänemark: alle notierten Anleihen.

kräftigen Anstieg der Importe zurückzuführen war. Am Jahresende geriet jedoch die Preisstabilität durch hohe Lohnforderungen, sich abzeichnende enorme Defizite in den öffentlichen Haushalten und eine sich beschleunigende monetäre Expansion in Gefahr. Die Geldmarktsätze rückten bis nahe an den Lombardsatz heran. Zweimal, im November 1990 und Februar 1991, erhöhte die Bundesbank den Lombardsatz.

Bank von Frankreich senkt Interventionssatz

In Frankreich schuf gewachsenenes Vertrauen in die Festlegung auf einen stabilen Wechselkurs Spielraum für eine gewisse Lockerung der Geldpolitik mit Blick auf die sich abschwächende Konjunktur. Der bei Geldmarktgeschäften von der Bank von Frankreich angewandte Interventionssatz wurde in mehreren Schritten gesenkt: im April 1990, im November – einen Tag vor der Erhöhung des Lombardsatzes durch die Bundesbank – sowie im März 1991.

Entwicklungen in anderen EG-Ländern ...

In Österreich und in den Niederlanden wurde das Niveau der kurzfristigen Zinssätze eng am Niveau der Geldmarktsätze in Deutschland ausgerichtet. In den anderen Mitgliedsländern des EWS, die die vereinbarte (oder eine engere) Schwankungsbreite für den Wechselkurs einhalten, wurden die Geldmarktsätze zwischen Januar und November 1990 in Relation zu vergleichbaren Zinssätzen in Deutschland weiter ermäßigt, ungeachtet einer zwischenzeitlichen Ausweitung der Zinsdifferenzen aufgrund des Ölpreisanstiegs im Sommer. Gegen Ende 1990 und Anfang 1991 stiegen die kurzfristigen Zinssätze in den meisten dieser Länder stärker als in Deutschland. Der Anstieg war am größten in Italien, wo die Lohnentwicklung zur Sorge Anlaß gab. Im Frühjahr 1991 konnten jedoch die Geldmarktsätze in Belgien, Dänemark, Irland und Italien gesenkt werden. Vertrauen in die wechselkursorientierte Geldpolitik spiegelte sich in einem weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze in Frankreich, Belgien, Dänemark und Irland zwischen Frühjahr 1990 und Frühjahr 1991 wider. In Italien kam in den Anleiherenditen auch eine relativ hohe Inflationsrate zum Ausdruck, die Realverzinsung blieb jedoch angesichts hoher Kapitalzuflüsse unter der in Deutschland.

Großbritannien setzte 1990 seine Politik des knappen Geldes fort, auch als die Wirtschaft in die Rezession geriet, um dem anhaltenden Inflationsdruck zu begegnen und zu einer Verbesserung der Leistungsbilanzposition beizutragen. Der Beitritt des Pfund Sterling zum Wechselkursverbund des EWS im Oktober wurde von einer Senkung der kurzfristigen Zinssätze begleitet. Im Februar und Anfang März 1991, als die Schwäche des Pfund Sterling im EWS in Relation zur starken spanischen Peseta den Handlungsspielraum einschränkte, wurden die Geldmarktsätze weiter vorsichtig zurückgenommen. Nachdem sich das Pfund im EWS wieder befestigt hatte, gaben die Sätze am Geldmarkt im April weiter nach. Die Anleiherenditen fielen schon im Hinblick auf den erwarteten Beitritt zum Wechselkursmechanismus des EWS und in den Monaten danach beträchtlich.

Spanien und Portugal hielten 1990 an ihrer Hochzinspolitik, mit der dem Nachfragedruck begegnet werden sollte, fest. Als die Peseta im Frühjahr 1991 gegen den oberen Rand ihres breiten Schwankungsbandes stieß, wirkte die Bank von Spanien den Anspannungen im EWS durch eine leichte Senkung ihres Interventionssatzes für zehntägige Offenmarktgeschäfte im Februar und März entgegen. In Portugal wurden im Dezember spezielle Anlageregelungen geschaffen, um die Bankenliquidität zu absorbieren, die völlig außer Kontrolle geraten war.

Griechenland verschärfte im April und Juli 1990 die Geldpolitik und hielt die Zinsen – nominal wie real – auf einem hohen Niveau, um die Liquiditätsschöpfung durch den öffentlichen und privaten Sektor zu begrenzen.

Norwegen senkte den offiziellen Tagesgeldsatz im August, doch zogen die Geldmarktsätze im Anschluß an die Anbindung der Krone an die Ecu im Oktober zunächst an. In Schweden führten vor dem Hintergrund wachsender Arbeitslosigkeit und eines Defizits in der Leistungsbilanz Spekulationen am Markt über eine Änderung des Wechselkursregimes im Herbst zu einem erneuten Abwertungsdruck auf die schwedische Krone. Die Geldmarktsätze wurden im Oktober kräftig angehoben, kehrten jedoch im Zuge des wiederhergestellten Vertrauens des Devisenmarktes auf ihr Niveau von Ende 1989 zurück, als die schwedische Krone im Frühjahr 1991 an die Ecu gebunden wurde.

... in Norwegen,
Schweden ...

Die Erholung des Schweizer Frankens nach einer Schwächeperiode im Jahr 1989 ließ es zu, daß die Geldmarktsätze in der Schweiz im Herbst unter das entsprechende deutsche Niveau sanken. Wenngleich der Schweizer Franken auch weiterhin eine Währung mit frei schwankendem Wechselkurs blieb, so erkannte die Nationalbank doch, daß ihre Möglichkeit, die Zinssätze weiter zu senken, um dem wirtschaftlichen Abschwung entgegenzuwirken, durch die Gefahr eines Vertrauensverlustes am Devisenmarkt begrenzt war, da ein starkes Abfallen des Wechselkurses die Inflation verschärft hätte.

... und der
Schweiz

Die Bedeutung der Entwicklung der Geldmenge, Kreditmärkte und Preise für Vermögenswerte für die Geldpolitik

Geldmengenentwicklung und Geldpolitik

Im Gegensatz zu der in den letzten Jahren unter den Geldpolitikern weit verbreiteten Neigung, den kurzfristigen Veränderungen der monetären Aggregate weniger Aufmerksamkeit zu schenken, war in den USA und in Deutschland im letzten Jahr die Entwicklung der Geldmenge für die Durchführung und Darstellung der Geldpolitik von besonderer Bedeutung.

Obwohl die Notenbank der USA die Geldmenge M_2 als Zielgröße beibehalten hatte, wurde ihr doch weithin unterstellt, diesem Zwischenziel – teilweise wegen der Unsicherheiten über das dynamische Verhalten der entsprechenden Geldnachfrage – weniger Bedeutung beigemessen zu haben. Gleichwohl kam die Zentralbank zu dem Schluß, daß das schwache Wachstum von M_2 ab September 1990 als Hinweis dafür betrachtet werden sollte, daß sich die Wirtschaftstätigkeit stärker abschwächte als angenommen worden war. Die gegen Ende 1990 für M_2 gemessenen Jahreszuwachsraten waren nur mit denen vergleichbar, die man in den sechziger Jahren während einer Phase äußerst restriktiver Geldpolitik registriert hatte, und lagen deutlich niedriger, als bei nachgebenden Zinssätzen zu erwarten gewesen wäre. Die langsame Ausweitung von M_2 paßte auch zu der fortgesetzten Verknappung des Kreditangebots der Bank, von der man annahm, daß sie die wirtschaftliche Erholung verzögern könnte. Verglichen mit den Marktzinssätzen boten die Banken und Sparinstitute für unter M_2 erfaßte Einlagen wenig attraktive Zinsen, da sowohl ihr Wille als auch ihre Möglichkeit, das Geschäftsvolumen auszudehnen, abnahmen. Unabhängig davon

Langsamere monetäre Expansion als Indikator der Lage am Kreditmarkt in den USA

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten

Land und Aggregat ¹		Zielvorgabe ² für		Geldmengen- bzw. Kreditwachstum			
				Ziel- periode ³	Veränderung gegen Vorjahr ⁴		
		1990 ⁵	1991 ⁵	1990 ⁵	1989 1. Q.	1990 1. Q.	1991 1. Q.
Prozent							
USA	M ₂	3–7	2½–6½	3,9	4,2	5,7	3,2
	M ₃	2½–6½	1–5	1,8	5,5	3,3	2,1
	TDND	5–9	4½–8½	6,9	9,0	7,4	6,4
Japan	M ₂ +CD	ca. 11	ca. 4	10,0	10,2	11,6	5,9
Deutschland	M ₃ ⁶	4–6	4–6	5,5	6,9	4,3	–
Frankreich	M ₂	3½–5½	–	–0,7	3,8	3,2	0,1 ⁷
	M ₃ ⁷	–	5–7	7,8	7,9	9,5	7,5
Großbritannien	M ₀	1–5	0–4	2,7	6,8	5,7	2,9
	M ₄	–	–	9,9	18,0	18,9	10,5
Italien	M ₂	6–9	5–8	9,6	9,8	10,3	9,1
	CPS	12	10	15,4	17,5	17,2	12,8
Dänemark	DMC	–	4–7	–	n.v.	n.v.	n.v.
Spanien	ALP	6½–9½	7–11	11,3	12,5	9,3	13,2
Portugal	L–	ca. 12	ca. 12	11,6	17,4	8,6	12,9
Griechenland	M ₃	19–21	14–16	14,6	23,1	22,0	n.v.
Schweiz	NBG	2	1	–2,6	–8,8	–3,4	0,1
Kanada	M ₂	–	–	–	12,3	13,4	8,4

¹ TDND = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; M₀ = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredit an den nichtöffentlichen Sektor; DMC = inländische Geldschöpfung der Banken in Kronen; ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken unter Einschluß übertragbarer Forderungszertifikate; L– = Gesamtliquidität der inländischen Nichtbanken; NBG = Notenbankgeldmenge. ² Für TDND in den USA: nur angestrebter Bereich; für M₂+CD in Japan: nur Projektion; für L– in Portugal: nur Richtwert. ³ Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. ⁴ Auf der Basis von Quartalsdurchschnittswerten. ⁵ USA, Japan (außer im Jahr 1991, zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres), Deutschland, Frankreich, Dänemark und (für 1990) die Schweiz: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Italien, Spanien, Portugal und Griechenland: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Großbritannien: Zwölfmonatszeiträume, die im März des folgenden Jahres enden. Der Wert für die Schweiz für das Jahr 1991 ist nur eine langfristige normative Vorgabe. ⁶ Werte von 1989 und 1990: nur westlicher Teil des Bundesgebiets; für 1991: gesamtdeutsche Abgrenzung. ⁷ Neue Konzeption.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

tendierten auch die Einleger dazu, ihre unter M₂ erfaßten Guthaben in Staatspapiere und andere Besitztitel umzuschichten, worin sich eine „Flucht in die Qualität“ vor dem Hintergrund stark beachteter Schließungen von Sparinstituten, Verlusten des Einlagensicherungsfonds und Kreditausfällen bei den Geschäftsbanken widerspiegelte. Der Einlagenabzug bei den Sparinstituten und die Abschwächung der Kreditexpansion hatte eine spürbare Wirkung auf das Wachstum aller Komponenten von M₃, die „managed liabilities“ darstellen (größere Termineinlagen, befristete Wertpapierpensionsgeschäfte mit Geschäftsbanken, Termineinlagen am Euromarkt, institutionelle Anteile an Geldmarktfonds). Die Plazierungen bei Geldmarktfonds und der Bargeldumlauf wuchsen zusammen im Jahr 1990 stärker als M₃ insgesamt.

In Deutschland diente das Geldmengenziel auch im letzten Jahr, ungeachtet der mit der deutschen Vereinigung verbundenen Unwägbarkeiten, der

mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik. Aufgrund der Schwierigkeiten, die monetären Daten für die ehemalige DDR zu interpretieren, beschränkte sich die Zielgröße der Bundesbank bis Ende 1990 allein auf die für den westlichen Teil des Bundesgebiets erhobene Geldmenge M_3 . Der Anstieg der breit definierten Geldmenge um 15% infolge der Einführung der D-Mark in Ostdeutschland im Juli erschien groß im Vergleich zu dem 10prozentigen Zuwachs des nominalen Bruttosozialprodukts für das erweiterte DM-Währungsgebiet. Die Geldbestände in Ostdeutschland wurden jedoch im Zuge von Portfolioumschichtungen zugunsten des nun größeren Angebots an nicht zur Geldmenge zählenden Finanzaktiva abgebaut. Obwohl das Wachstumspotential und die weitere Entwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit in Ostdeutschland nur unter beträchtlichen Unsicherheiten geschätzt werden konnten, wurde ein gesamtdeutsches Geldmengenziel für 1991 beschlossen. Es beinhaltet einen normativen Preisanstieg von unverändert 2%. Die Ausweitung der Geldmenge blieb 1990 zwar innerhalb des Zielkorridors, die spürbare Beschleunigung gegen Jahresende sprach jedoch zunehmend für eine Verschärfung der Geldpolitik im Frühjahr 1991.

Geldmengenziel
und deutsche
Vereinigung

Die Bank von Japan verwies als Begründung für ihre Entscheidung, im letzten Jahr den Diskontsatz zu erhöhen, auf die hohen Zuwachsraten von $M_2 + CD$. In der anschließenden Wachstumsverlangsamung dieses Aggregats im Laufe des Jahres schlug sich diese restriktive Geldpolitik teilweise nieder. In den vorangegangenen Jahren jedoch wurde die Entwicklung von $M_2 + CD$ durch Portfolioumschichtungen beeinflusst, die durch Liberalisierungen bei den Zinssätzen auf Termineinlagen angeregt wurden. Der Einmaleffekt der Verlagerung von Postspareinlagen privater Haushalte, einer Komponente von M_3 , in deregulierte Einlagenkomponenten von $M_2 + CD$ dürfte zu dem zeitweisen Anstieg der Jahreszuwachsraten dieses Aggregats beigetragen haben. Sie erhöhten sich in Übereinstimmung mit den Projektionen der Bank von Japan im zweiten und dritten Quartal von 1990 im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresquartal auf 11–13%.

Geldmengen-
entwicklung
in Japan ...

Das Absinken der Wachstumsrate von M_2 in Frankreich unter die Unterkante des Zielkorridors im vergangenen Jahr war vor allem Sonderfaktoren zuzuschreiben. Diese umfaßten die Zunahme von Geldmarktfonds zusammen mit einer Portfolioumschichtung innerhalb dieser Fonds zugunsten von Commercial paper und Schatzwechseln, die Ausgabe von auf französische Francs lautenden Einlagenzertifikaten im Ausland durch die Kreditinstitute zur Umgehung der Mindestreserve sowie die Umstrukturierung der Ersparnisse der Haushalte zugunsten eines zu Beginn des letzten Jahres eingeführten besonderen Sparplans zur Altersvorsorge. Die Bank von Frankreich reagierte mit einer Senkung der Mindestreserven auf Termin- und Spareinlagen und einer Neudefinition der Geldmengenaggregate. Das Ziel für 1991 bezieht sich auf ein neues, weit definiertes M_3 -Konzept, das die Verbindlichkeiten der Geldmarktfonds miteinschließt. Da die Geldmenge M_3 Aktiva umfaßt, die zu Marktsätzen verzinst werden, ist sie weniger zinselastisch als die alte Geldmenge M_2 und dürfte ein besserer Indikator für die Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts sein. Man sieht das an M_3 gemessene Geldmengenziel für 1991 als konsistent mit dem Ziel für die Geldmenge M_2 von 1990 an. Eine Reihe neuer Aggregate für nicht

... Frankreich ...

liquide Spareinlagen privater Haushalte (P1, P2 und P3) ist zusammengestellt worden, um die Geldvolumensgrößen zu vervollständigen und um den Zusammenhang zwischen monetären Aggregaten und den gesamten Inlandsverbindlichkeiten leichter beobachten zu können.

... Großbritannien, Italien und Spanien

Die Verlangsamung des Wachstums von M0 und M4 in Großbritannien spiegelte die Abschwächung der Konsumausgaben und der privaten Kreditnachfrage wider. In Italien lag 1990 das Wachstum der Geldmenge M2 leicht über der Obergrenze des Zielkorridors. In dem niedrigeren Zieltrichter für 1991 kommt der Wunsch zum Ausdruck, die Inflation den entsprechenden Raten in den anderen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern anzunähern. In Spanien hätte das Wachstum von ALP (liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken) im letzten Jahr innerhalb des Zielkorridors gelegen, wenn man die Mittelzuflüsse herausrechnet, die aus der Veräußerung zuvor steuerbegünstigter Kommunalobligationen resultierten. Kreditobergrenzen führten jedoch zu einer starken Zunahme von Commercial paper, so daß für das Jahr 1991 ein separates Ziel für die Ausweitung von ALP zuzüglich dieser Papiere beschlossen wurde. In Dänemark wurde zum ersten Mal ein Ziel für die inländische Geldschöpfung der Banken in dänischen Kronen verkündet. Die Nationalbank glaubt, ausreichend Spielraum für eine eigene Zinspolitik zur Beeinflussung der Kreditexpansion zu haben. Obwohl es in den Niederlanden im letzten Jahr kein Geldmengenziel gab, war die Niederländische Bank mit den Kreditinstituten erneut übereingekommen, wenn nötig, mengenmäßige Beschränkungen zur Steuerung der inländischen Liquiditätsschöpfung der Banken einzuführen.

Geldmengenaggregate und EG-Politikkoordination

Geldmengenziele und Vorgaben für die Kreditexpansion haben bei der Koordination der Politik innerhalb der Europäischen Gemeinschaft eine Funktion erlangt. Gegenwärtig zumindest geht man generell nicht davon aus, daß Finanzinnovationen und die internationale Kapitalmobilität den Wert nationaler monetärer Aggregate als Informationsgrößen und ihren Nutzen bei der Überprüfung der allgemeinen Vereinbarkeit der Politik der Mitgliedsländer von vornherein ausschließen. Hohe projektierte Raten für die Geldmengen- und Kreditexpansion und Schwierigkeiten bei der Erfüllung monetärer Vorgaben sind eindeutige Charakteristika für Länder mit hohen Inflationsraten.

Mittelfristiges Ziel in der Schweiz

Obwohl die Schweizerische Nationalbank die Unterschreitung ihres Geldmengenziels im Jahr 1990 eher ihrer restriktiven Geldpolitik als den Finanzinnovationen zuschrieb, sah sie doch davon ab, für 1991 ein Geldmengenziel zu beschließen. Sie gab bekannt, daß sie mittelfristig eine Wachstumsrate von 1% für die Notenbankgeldmenge mit Preisstabilität für vereinbar hält und daß sie beabsichtigt, die Zuwachsrate dieses Aggregats – sie war 1990 negativ – stärker mit dem mittelfristigen Ziel in Einklang zu bringen. Die kurzfristige Inflationskontrolle machte jedoch eine Zinspolitik notwendig, die darauf gerichtet war, eine starke Abwertung des Schweizer Frankens zu vermeiden. Vor dem Hintergrund dieser Wechselkurszwänge schien es unwahrscheinlich, daß die normative Vorgabe für die Notenbankgeldmenge innerhalb nur eines Jahres erfüllt werden könnte.

In Kanada haben sich im letzten Jahr die Zuwachsraten monetärer Aggregate von M2 und M2+ – trotz des nach wie vor expansiven Einflusses der Mittelverlagerungen aus staatlichen Sparschuldverschreibungen – unter dem Einfluß

einer sinkenden Ausgabenneigung der Wirtschaft zurückgebildet. In dem Bemühen, durch eine Klarstellung der obersten Ziele der Geldpolitik die Preiserwartungen zu beeinflussen, gaben die Bank von Kanada und der Finanzminister im Februar 1991 einen genau umrissenen Zielpfad für die Rückführung der Inflation bekannt. Es wurden Zielbänder für die Zwölfmonatsrate des Anstiegs des Konsumentenpreisindex (ohne die volatilen Preise für Lebensmittel und Energie) festgelegt, deren mittlerer Wert Ende 1992 bei 3%, Mitte 1994 bei 2½% und Ende 1995 bei 2% liegt. Diese Vorgaben sind in Relation zu einer Inflationsrate von 6,8% im Januar 1991 zu sehen, die sich nach Einführung einer allgemeinen Umsatzsteuer ergab.

Bekanntgabe von Inflationszielen in Kanada

Entwicklungen an den Kreditmärkten und Geldpolitik

Die Debatte über den „credit crunch“ in den USA und das Bemühen der Zentralbank, seinen Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit durch Zinssenkungen zu begegnen, haben die Aufmerksamkeit auf die Interpretation der Entwicklungen auf den Kreditmärkten und deren Wechselwirkungen mit der Geldpolitik gelenkt.

In den USA sind im letzten Jahr die Forderungen der Einlageninstitute gegenüber dem privaten Sektor immer weniger gewachsen und nahmen Ende 1990 und im Frühjahr 1991 ab. Während ein Rückgang der Kreditnachfrage und eine Anspannung der Kreditangebotsbedingungen für Rezessionsphasen typisch sind, so war eine extreme Kreditverknappung in der Vergangenheit hauptsächlich

Kreditbedingungen in den USA

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor ¹								
Land	Konjunkturhoch 1972/73	Konjunkturtief 1974/75	Konjunkturhoch 1978–80	Konjunkturtief 1982–84	1987	1988	1989	1990
	Veränderung der Jahresendstände in Prozent							
USA	17,6	4,8	15,4	3,1	10,2	9,6	4,0	–0,6
Japan	25,7	12,0	10,1	8,7	11,2	10,9	11,6	9,2
Deutschland ²	16,0	5,2	12,1	5,4	3,4	5,4	7,3	7,6
Frankreich	24,6	11,0	14,5	7,4 ³	12,8	11,8	10,9	11,0
Großbritannien	30,8	5,3	19,2 ⁴	16,5	19,0	24,8	21,2	13,9
Italien	19,4	9,9	22,9	9,6	8,7	17,0	20,8	16,6
Kanada	24,7	15,7	21,4	–4,7	13,0	13,0	13,3	8,2
Spanien	25,8	22,1	17,3	4,3	15,3	17,6	17,6	10,1
Niederlande	27,8	12,2	22,1	2,8	2,9	8,6	6,6	6,3
Belgien	15,5	13,0	15,4	2,8	8,6	13,3	16,6	8,7 ⁵
Schweiz	11,1	4,3	12,2	3,7	10,2	12,8	15,2	8,8
Australien	35,1 ⁶	10,5 ⁶	17,0 ⁶	10,9 ⁶	20,0	24,0	15,6	7,2
Schweden	11,7	11,0	11,7	7,8	9,6	18,6	9,4	3,6
Dänemark ⁷	15,3	2,4	10,6	10,6	10,3	–3,2	10,0	11,5
Finnland	..	..	18,7	16,1	17,2	29,1	14,8	10,2
Norwegen	..	..	..	13,3	16,8	7,6	5,5	3,0
Portugal	32,7	11,2	27,0	19,8	3,6	7,1	5,4	31,8

¹ Einschl. Krediten von Sparinstituten und der Zentralbank. ² Ohne ehemalige DDR.
³ 1986. ⁴ 1982. ⁵ September gegen September des Vorjahres. ⁶ Juni gegen Juni des Vorjahres.
⁷ Ohne Hypothekarkredite.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

lich darauf zurückzuführen, daß die Einlageninstitute wegen bestehender Zinsobergrenzen für Termin- und Spareinlagen gemäß Regulation Q im Wettbewerb um Einlagen nicht mehr mithalten konnten, sobald eine restriktive Geldpolitik die Marktzinssätze darüber hinaus steigen ließ. Die letzten dieser verbliebenen Obergrenzen wurden 1986 abgeschafft. Im vergangenen Jahr dagegen waren Insolvenzen von Sparinstituten und die verringerte Möglichkeit der Banken, ihre risikobehafteten Aktiva auszuweiten, von entscheidendem Einfluß. Wertverluste bei den Aktiva schmäleren die Eigenkapitalbasis der Banken, drückten die Kurse der Bankaktien und erhöhten die Risikoprämie, die die Banken auf den Einlagen- und Wertpapiermärkten zu zahlen hatten (s. Kapitel V). Obwohl eine Reaktion auf die zu hohen Ausleihungen an bestimmte Wirtschaftssektoren längst überfällig war, kam doch die Sorge auf, daß auch kreditwürdige Darlehensnehmer davon berührt würden. Im Mai 1990 unternahm der Vorsitzende der US-Notenbank, der Präsident der Bundeseinlagenversicherung wie auch der „Comptroller of the Currency“ den ungewöhnlichen Schritt, sich mit Bankenvertretern zu treffen, um ihnen darzulegen, daß die Bankenaufsicht nicht Neukreditvergaben verhindern wolle. Ein wichtiger Grund für die anschließende Lockerung der Zinspolitik waren die ungewöhnlich harten Kreditbedingungen der Banken, die die Rezession zu vertiefen und zu verlängern drohten. Im Dezember wurde die Mindestreserve auf Termineinlagen (außer auf die von Privatpersonen) auf Null reduziert, um den Druck auf die Erträge und Wettbewerbsposition der Banken zu mildern.

Anzeichen einer
restriktiven
Kreditpolitik
der Banken

Die regelmäßigen Befragungen leitender Kreditmanager über die Kreditpolitik der Banken durch die Zentralbank verwiesen auf eine zunehmende Verschärfung der Kreditvergabep Praxis sowie der Preis- und sonstigen Konditionen – wie Sicherungsanforderungen und Kreditumfang – von Kreditverträgen und Linien gewerblicher Kredite, die nicht im Zusammenhang mit einer Unternehmensfusion stehen. Im Oktober wurde darüber hinaus über eine zunehmende Marktverengung bei Hypothekarkrediten für Eigenheime und im Januar 1991 bei Konsumentenkrediten berichtet – Marktsegmente, in denen eine rasche Zunahme der Ausleihungen der Banken den Rückgang der Geschäftstätigkeit der Sparinstitute ausgeglichen hatte.

Die Bauindustrie für gewerbliche Bauten und Mehrfamilienhäuser, die stark von der Kreditvergabe der Banken und Sparinstitute abhängt, wurde von der Kreditzurückhaltung eindeutig am härtesten getroffen. Die von den „National Banks“ für Bauten und Grundstückerschließungen vergebenen Kredite sanken im vierten Quartal 1990 mit einer Jahresrate von über 20%. Die Ausgaben für Büro- und andere gewerbliche Bauten machen nur etwa 1% des Bruttosozialprodukts aus. Da jedoch die gewerblichen Immobilien einen großen Anteil am Gesamtbestand der von den Banken finanzierten Vermögenswerte haben, können hohe Wertminderungen bei diesen Aktiva große Kreditausfälle zur Folge haben.

Die Expansion der Märkte für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere und verbriefte Konsumentenkredite machte es möglich, die Kreditnachfrage der privaten Haushalte weiter zu befriedigen, aber von den Unternehmen waren nur solche mit hoher Bonität in der Lage, auf den Markt für Commercial paper oder andere Formen der kurzfristigen Kreditaufnahme auszuweichen. Verglichen mit

der Situation in vorangegangenen Rezessionen erhöhte sich der Aufschlag, den erste Adressen am Wertpapier- und Commercial-paper-Markt auf die Sätze für Bundesschatzpapiere zahlten, anscheinend nur mäßig, aber die Herabstufungen in der Kreditwürdigkeit von Wirtschaftsunternehmen wurden immer zahlreicher, und die Risikoaufschläge am Markt für Industrieschuldverschreibungen stiegen an. Das Wachstum der Gesamtverschuldung des nichtfinanziellen privaten Sektors, das seit 1983 eine enorme Steigerung aufgewiesen hatte – weit stärker als die des Bruttosozialprodukts –, verlangsamte sich 1990 immer mehr. Der Anstieg war im letzten Jahr mit 5,3% niedriger als in irgendeinem Zwölfmonatszeitraum der vergangenen fünfundzwanzig Jahre.

Eine allgemeine Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe stellte im letzten Jahr für die Geldpolitik in anderen Ländern kein größeres Problem dar. Die Bemühungen der Banken, ihre Kapitaldecke zu verbessern, dürfte im Jahr 1990 sogar in Ländern, in denen die Ertragslage der Kreditinstitute unter Druck stand, keine größeren Auswirkungen auf die Kreditvergabe an inländische Nichtbanken gehabt haben. Die teilweise Verschärfung der Kreditbedingungen in Kanada, Australien und Großbritannien für einige Arten von Baudarlehen war in erster Linie eine Reaktion auf die übersteigerte Baukonjunktur. In manchen Ländern könnten die Schwierigkeiten von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors das Kreditangebot für Kunden von nicht allerbesten Bonität geschmälert haben. Doch könnte eine langsame Reaktion der Kreditkosten auf die Marktzinsen im großen und ganzen als eine normale zyklische Entwicklung angesehen werden. In Finnland wurden insbesondere wegen des Drucks auf die Erträge der Banken und der Abschwächung der Kreditvergabe die Barreservanforderungen stetig gesenkt. In Schweden wurden sie für Banken und Finanzgesellschaften in zwei Schritten im Dezember 1990 und im März 1991 herabgesetzt. In Norwegen trugen im letzten Jahr Kreditausfälle wesentlich zu einer Abschwächung der Kreditvergabe bei. Die Zentralbanken in einer Reihe von Ländern, wie Großbritannien, Japan, Australien und Norwegen, haben die Mei-

Kreditangebots-
bedingungen
andernorts

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor nach Arten ¹									
Land	Unternehmenskredite ²			Wohnungsbaukredite ³			Privatkredite ⁴		
	1983–88 Durchschnitt	1989	1990	1983–88 Durchschnitt	1989	1990	1983–88 Durchschnitt	1989	1990
	Veränderung der Jahresendstände in Prozent								
USA	8,7	6,1	1,1	15,2	13,3	10,0	10,7	5,9	0,9
Japan	8,1	8,2	5,3	20,7	27,7	3,4	13,6	21,8	12,6
Deutschland	4,8	8,5	9,0	5,4	5,3	4,6	6,5	9,0	9,2
Frankreich	8,3	14,2	12,5 ⁵	9,2	8,2	9,8 ⁵	27,6	15,4	9,1 ⁵
Großbritannien	19,3	30,9	9,3	14,8	17,0	12,8	18,4	15,3	8,2
Italien	18,2	22,3	15,3	–	–	–	18,2	24,0	26,8
Kanada	3,1	11,1	3,9	18,0	18,4	14,3	12,2	10,7	5,4
Schweden	17,7	34,5	14,3	–	–	–	16,8	6,1	2,8

¹ Frankreich: gesamtes Kreditsystem; andere Länder: nur Banken. ² USA: Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe. ³ USA und Japan: Immobilienkredite; Frankreich: einschl. Krediten zur Grundstückserschließung. ⁴ Japan, Italien und Schweden: einschl. Wohnungsbaukrediten. ⁵ September gegen September des Vorjahres.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

nung geäußert, daß die Eigenkapitalpositionen bei einigen Banken in den kommenden Jahren eine vorsichtige Kreditvergabe erforderlich machen.

Im letzten Jahr konnte vielerorts ein deutlicher Wachstumsrückgang bei den Forderungen der Kreditinstitute an den privaten Sektor beobachtet werden – besonders um die Jahreswende 1990/91, als sich die Kreditnachfrage wegen des unerwartet steilen Wirtschaftsabschwungs zur Zeit des Golfkriegs abschwächte. Der Rückgang des Kreditwachstums war recht moderat in Japan, den Niederlanden und Italien. Er war besonders stark ausgeprägt in einer Gruppe von Ländern, wie Großbritannien, Schweden, Australien, Finnland und in geringerem Maße Kanada, die in den vorangegangenen Jahren unter dem Einfluß von Deregulierungen und Finanzinnovationen einen Kreditboom erlebt hatten. In diesen Ländern kann der Nachfragerückgang bei Krediten im Zusammenhang mit Unternehmensfusionen sowie bei Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten – nach dem starken Anstieg der Unternehmensverschuldung und/oder der Schuldendienstquoten der privaten Haushalte in den späten achtziger Jahren – als Korrektur einer nicht aufrechtzuerhaltenden Entwicklung betrachtet werden. In Deutschland und Frankreich hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen weiterhin sehr lebhaft entwickelt.

Die nachlassende Kreditexpansion wurde in den meisten Fällen auf eine restriktive Geldpolitik zurückgeführt, die darauf angelegt war, dem allgemeinen Nachfragedruck oder den anhaltend hohen Inflationsraten entgegenzuwirken. In vielen Ländern, in denen sich das Tempo der Kreditgewährung spürbar zurückbildete, waren die kurzfristigen Zinssätze, sowohl nominal als auch real betrachtet, im Jahr 1990 durchweg sehr hoch. Mengenmäßige Beschränkungen für Bankkredite an den privaten Sektor gab es bis zum Ende 1990 in Spanien und Portugal, wo sich nach der Jahresmitte eine gewisse Abschwächung im Wachstumstempo der Inlandskredite abzeichnete. In Japan war das langsame Wachstum der Kreditgewährung auch auf Einflußnahme der Zentralbank zurückzuführen. Eine deutliche Wachstumsabschwächung bei den Immobilienkrediten spiegelte die von offizieller Seite an die Banken gerichtete Aufforderung wider, die Zuwachsrate dieser Kredite derjenigen der gesamten Ausleihungen anzupassen.

In den meisten Ländern verlangsamte sich 1990 zwar der Anstieg der Inlandskredite an den privaten Sektor, blieb aber, verglichen mit dem Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts und den in vorangegangenen Rezessionsphasen beobachteten Zuwachsraten, beträchtlich. In vielen Fällen muß dieser Vergleich im Lichte der relativ niedrigen Inflationsraten und der in den zurückliegenden Jahren höheren Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen gesehen werden. Darüber hinaus sind im letzten Jahr in Ländern, in denen die Zinsen relativ hoch waren, die Mittelaufnahmen im Ausland oder andere Kreditarten, die in der Tabelle nicht enthalten sind, weiter gewachsen: im Ausland aufgenommene Fremdwährungskredite in Norwegen und Portugal, von Inlandsbanken im Ausland refinanzierte Fremdwährungskredite in Schweden und Commercial paper in Spanien. Die Kreditaufnahme im Ausland wurde in Portugal durch die 1990 eingeführte Pflicht, darauf unverzinsten Einlagen zu unterhalten, erschwert, während in Spanien eine zuvor wirksam gewordene Einlagenpflicht bis März 1991 in Kraft blieb.

Die in einigen Ländern gewachsene Besorgnis über die Kreditzurückhaltung und die Fragilität des Finanzsektors, die mit einem Rückgang der Preise für Vermögenswerte verknüpft ist, dem ein enormer Anstieg während der achtziger Jahre voranging, wirft die umfassendere Frage auf, was die Geldpolitik leisten kann oder sollte, um die Entwicklung dieser Preise zu beeinflussen. Die Politik wurde gelegentlich in ihrem Handlungsspielraum eingeschränkt oder wechselte den Kurs, wenn es zu Preisbewegungen für Vermögenstitel kam, die sich auf die wirtschaftliche Aktivität auszuwirken drohten. Ein bemerkenswertes Beispiel dafür war der Börsenkrach von 1987. In einigen Ländern, z.B. Japan, dürfte allein die Größenordnung des Wertzuwachses des Sach- und Finanzvermögens während der achtziger Jahre diesen Preisen eine größere Bedeutung im Transmissionsmechanismus gegeben haben. Bis zu einem gewissen Grad sind Preisänderungen bei Vermögenswerten auch als ein Indikator für die zukünftige Entwicklung der Inflation oder der Konjunktur betrachtet worden.

In vielen Ländern hat die Geldpolitik seit langem den vielfältigen Wirkungen der Preisbewegungen von Vermögenstiteln auf Ersparnis, Investitionen und Allokation der Ressourcen Beachtung geschenkt. Insbesondere wird dem Vermögenseffekt auf die Konsumnachfrage im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik seit jeher eine wichtige Rolle beigemessen. In der Praxis hängt seine Bedeutung von der Reaktion der Vermögenswerte auf die Geldpolitik, der Elastizität der privaten Ausgaben gegenüber der Vermögensentwicklung sowie dem Umfang des Vermögens der privaten Haushalte ab. Der Vermögenseffekt ist vermutlich größer, wenn die Aktiva in hohem Maße als Sicherheit für Kreditaufnahmen zur Verfügung stehen, so daß die Haushalte Kapitalgewinne ohne eine Veräußerung ihrer Vermögenswerte realisieren können, wie dies in den

Geldpolitische Implikationen der Preisveränderungen von Vermögenswerten

Der Vermögenseffekt im Transmissionsmechanismus

Vermögen der privaten Haushalte in Relation zum BSP/BIP							
Position und Land	1979	1984	1985	1987	1989	1979–84	1984–89
	Relation zwischen Vermögen und BSP/BIP					Veränderung der Relation in Prozent, Jahresrate	
Vermögenswerte insgesamt (netto)*							
USA	3,10	3,09	3,17	3,24	3,32	–0,1	1,4
Japan	3,38	3,85	3,87	5,11	5,75	2,6	8,3
Großbritannien	3,03	3,14	3,22	3,61	4,16	0,6	5,8
Finanzvermögen (netto)							
USA	1,70	1,80	1,88	1,87	1,96	1,1	1,7
Japan	0,88	1,08	1,12	1,35	1,67	4,4	9,1
Großbritannien	0,85	1,16	1,20	1,30	1,43	6,2	4,3
Deutschland	0,88	1,04	1,09	1,10	1,13	3,4	1,7
Frankreich	0,61	0,64	0,70	0,79	1,02	1,0	9,8
Italien	0,80	0,95	1,05	1,18	1,24	3,5	5,3

* Sach- und Finanzvermögen, abzüglich Verbindlichkeiten.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

vergangenen Jahren für Wohneigentum in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Japan der Fall war.

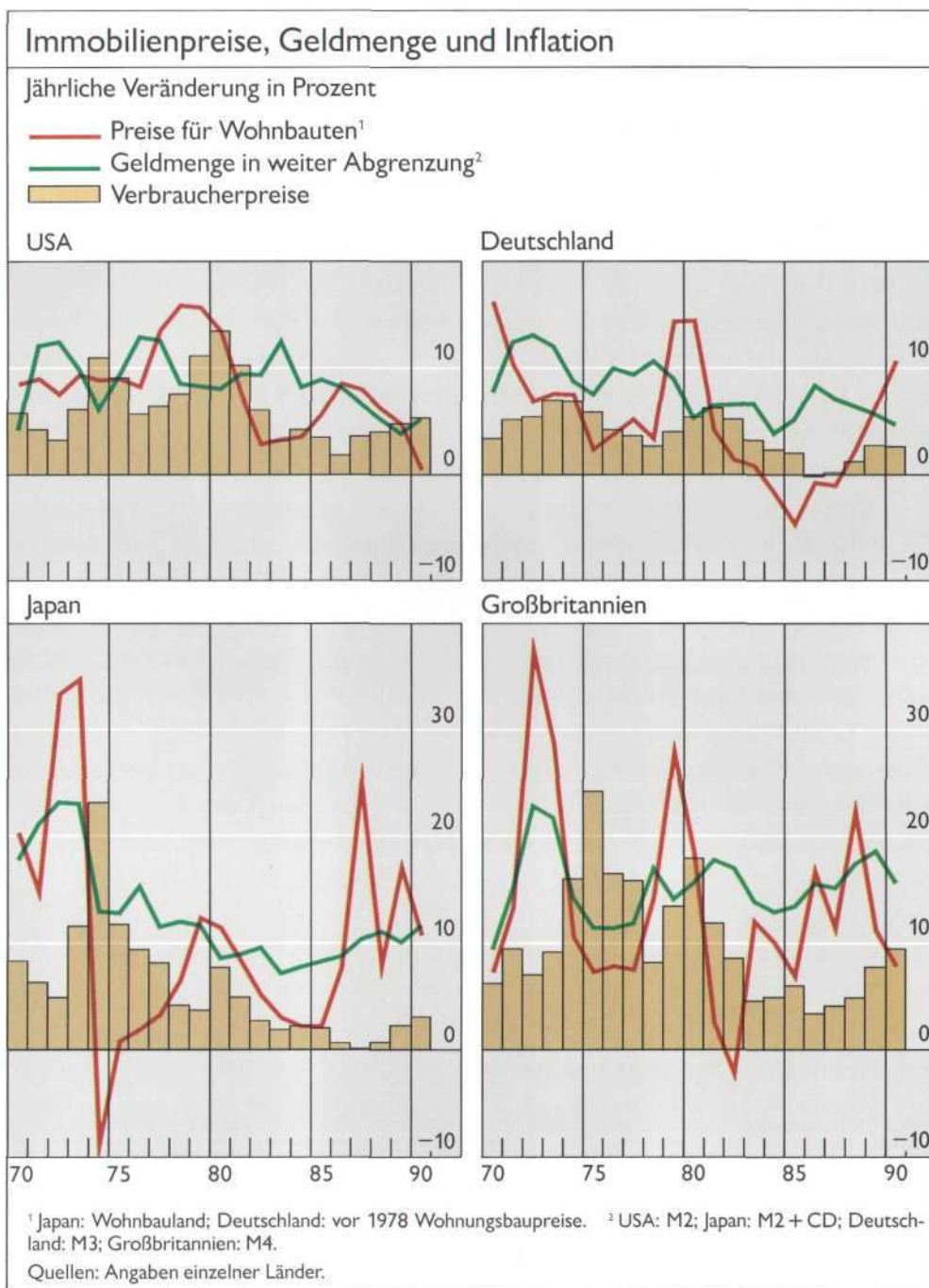
In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre hat sich in einigen Ländern das Verhältnis zwischen Nettovermögen der privaten Haushalte und Bruttonationalprodukt stark erhöht. Diese Entwicklung war zum Teil auf Wertsteigerungen des privaten Vermögens zurückzuführen, insbesondere von Wohneigentum in Japan und Großbritannien sowie Kapitalbeteiligungen in Frankreich. In den Vereinigten Staaten hat sich die Nettovermögensquote während der achtziger Jahre nur wenig erhöht, da ein Anstieg der Relation des Vermögens zum BSP teilweise durch eine Ausweitung der finanziellen Verbindlichkeiten ausgeglichen wurde. In Japan hat sich die Relation von privatem Vermögen zum BSP von 3,9 im Jahr 1985 auf 5,8 im Jahr 1989 erhöht, was für diesen Zeitraum einem Kapitalzuwachs von durchschnittlich jährlich 50% des BSP entspricht. Wenngleich die Wertsteigerungen bei Grund und Boden auch einen Umverteilungseffekt haben, so läßt sich die starke Zunahme der Konsumnachfrage in Japan seit Mitte der achtziger Jahre und die Verschärfung der japanischen Geldpolitik ab 1989 im Lichte des enormen Anstiegs des Vermögens der privaten Haushalte doch leichter verstehen.

Einfluß der
Aktienkurse

Veränderungen bei den Aktienkursen wirken auf die Investitionsnachfrage, indem sie die Beschaffungskosten der Wirtschaftsunternehmen für neues Aktienkapital direkt beeinflussen. In letzter Zeit hat sich die Aufmerksamkeit jedoch einem indirekten Effekt zugewandt, der der Wirkung einer Verteuerung der Eigenkapitalbeschaffung auf die Eigenkapitalpositionen der Banken und damit auf deren Bereitschaft zur Kreditvergabe zuzuschreiben ist. Der Einbruch der japanischen Aktienkurse im letzten Jahr verringerte die stillen Reserven im Aktienbestand der Banken – eine Komponente des ergänzenden Eigenkapitals nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung – und schwächte die Märkte für Aktien und derivative Instrumente. Der Rückgang der Aktienkurse kann jedoch als eine Unterstützung der Bemühungen der Bank von Japan um eine größere Kreditzurückhaltung angesehen werden.

Preise für
Vermögens-
werte als Infla-
tionsindikator

In dem Maße, wie die Preise für Vermögenswerte schneller auf die Geldpolitik reagieren als die Preise für Waren und Dienstleistungen, könnten sie als Frühindikator für Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus dienen. Preise für Vermögenswerte reagieren jedoch auch auf andere Faktoren, und ihre sprunghaften Bewegungen sind oft schwierig zu interpretieren. In vielen Ländern hing der starke Anstieg der Preise für Wohngebäude in den siebziger Jahren eindeutig mit einer übermäßigen Lockerung der Geldpolitik zusammen, der ein starker Anstieg der Inflation folgte. Dies ist in der folgenden Grafik gut ablesbar für die USA, Japan und Großbritannien. Ein solcher Zusammenhang ist jedoch nicht ohne weiteres für den Immobilienboom der achtziger Jahre erkennbar. In den USA und in Japan hat sich die jüngste Verteuerung von Grund und Boden auf bestimmte Regionen konzentriert, was darauf schließen läßt, daß spezifische Faktoren wichtiger gewesen sein dürften als die allgemeine Geldpolitik. In Deutschland verlief der Anstieg der Grundstückspreise seit ungefähr 1982 recht verhalten. Demgegenüber schienen die Preiserhöhungen für Häuser in einigen anderen Ländern, darunter Großbritannien, eindeutig im Zusammenhang mit einer lockeren Geld- und Kreditpolitik zu stehen und eine Beschleunigung der Inflation eingeleitet zu haben.



Starke Einbrüche der Immobilienpreise und die damit im Zusammenhang stehende Qualitätsverschlechterung des Kreditportefeuilles einiger Banken waren ein wichtiger Faktor für den „credit crunch“ in den USA. Andernorts hatten solche Preiseinbrüche jedoch keinen großen Einfluß auf die Geldpolitik des letzten Jahres. In vielen Ländern wiesen die Banken zu Beginn der Rezession recht starke Eigenkapitalpositionen auf. In einigen Fällen war dies den Bemühungen der Behörden in den letzten Jahren zu verdanken, Verbesserungen auf diesem Gebiet zu fördern (s. Kapitel V). Selbst in Ländern, in denen Anstrengungen zur Verbesserung der Kapitalausstattung die zukünftige Kreditgewährung der Banken beeinflussen könnten (s. S. 178/179), sollte der längerfristige Effekt eher der sein, möglichen Schwierigkeiten für den Einsatz der Geldpolitik vorzubeugen.

Preise von Vermögenswerten als Beschränkung der Geldpolitik

Anpassung der Instrumente und ihrer Handhabung an ein sich wandelndes Umfeld

Die Währungsbehörden der USA, Japans und Deutschlands achteten bei der Durchführung ihrer unterschiedlich ausgerichteten Geldpolitik sehr stark auf die Reaktionen der Finanzmärkte. Insbesondere veränderten sie den Diskont- und den Lombardsatz nur im Anschluß an Bewegungen der Marktzinssätze und nachdem vorangegangene Warnsignale die Märkte darauf vorbereitet hatten. Die vergleichsweise flexiblen Zinssätze der Offenmarktoperationen der Zentralbanken der USA und Deutschlands rückten sehr dicht an die amtlichen Sätze heran und erschwerten die Geldmarktpolitik.

Steuerungs-
probleme bei
der Durch-
führung der
Geldpolitik in
den USA ...

In den USA hat das 1982 eingeführte Verfahren, die „borrowed reserves“ zu steuern, nach und nach der Vorgabe von Operationszielen für den Tagesgeldsatz Platz gemacht, der typischerweise in Schritten von $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt verändert wird. Im Jahr 1990 sank das Diskontkreditvolumen der Zentralbank auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau. Die Abneigung der Banken, kurzfristige Überbrückungskredite in Anspruch zu nehmen, aus Furcht, als ein Institut mit schwerwiegenden Problemen betrachtet zu werden, schmälerte die Wirksamkeit des Diskontfensters als Sicherheitsventil zur Überwindung kurzfristiger Liquiditätsengpässe. Dieser Eindruck verstärkte sich im Anschluß an die Senkung der Mindestreserven im Dezember. Als die Reserveeinlagen im Januar und Februar 1991 saisonbedingt einen Tiefstand erreichten, zeigte der Tagesgeldsatz eine ungewöhnliche Volatilität. Die Reserveguthaben fielen offensichtlich so tief, daß viele Banken Schwierigkeiten hatten, jeweils die für das tägliche Geschäft notwendigen Arbeitsguthaben zu halten.

... und
Deutschland

In Deutschland wurde die Steuerung der Zentralbankguthaben im letzten Jahr dadurch erschwert, daß die kurzfristigen Geldmarktsätze aufgrund von Erwartungen des Marktes wiederholt bis auf Höhe des Lombardsatzes oder darüber hinaus getrieben wurden. Nach Einführung der D-Mark in Ostdeutschland war der Rückgriff der Kreditinstitute auf den Lombardkredit der Bundesbank außergewöhnlich hoch. Daraufhin versuchte die Bundesbank durch die Anhebung des Lombardsatzes im November, der Lombardfazilität ihren Ausnahmecharakter wieder zurückzugeben. Gleichwohl stiegen – nach einer saison-typischen Erhöhung (zum Jahresende) – die Zinsgebote für Offenmarktgeschäfte mit der Bundesbank im Januar 1991 über die Lombardmarke, was unter anderem auf Schwierigkeiten bei der Vorausschätzung des Reservebedarfs der Banken zurückzuführen war. Die Gründe für den Aufwärtsdruck lagen in der hohen Überschußreservehaltung ostdeutscher Banken, ungewöhnlichen Bewegungen in den Zentralbankeinlagen der öffentlichen Haushalte und der unerwarteten Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den letzten Monaten des Jahres 1990. Nach der Heraufsetzung des Lombardsatzes im Februar 1991 normalisierte sich die Entwicklung der Marktzinsen wieder.

Neue Instru-
mente in Japan

Die Bank von Japan ließ im letzten Jahr beim Einsatz der im November 1988 eingeführten flexiblen Geldmarktinstrumente den Tagesgeldsatz in Relation zum Diskontsatz ansteigen, wobei Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung eine Rolle spielten. Die japanische Zentralbank baute ihr Geldmarktinstrumentarium weiter aus, indem sie ab Januar 1990

Schatzwechsel in einem besonderen Tenderverfahren mit Rückkaufsvereinbarung am Markt erwarb. Im Dezember gab sie bekannt, daß sie noch andere Papiere, wie langfristige Schuldverschreibungen und Fremdwährungswechsel, als Pfänder für Geldmarktoperationen akzeptieren würde.

Wichtige strukturelle Veränderungen im Instrumentarium europäischer Zentralbanken liefen auf eine Annäherung der Steuerungsverfahren hinaus. In Italien wurde im Oktober eine Durchschnittsrechnung bei der Mindestreserveverfüllung zugelassen. Dies hatte einen wesentlichen Rückgang der täglichen Schwankungen der sehr kurzfristigen Geldmarktsätze und der Häufigkeit offizieller Geldmarktoperationen zur Folge. In Frankreich, wo derartige Bestimmungen seit vielen Jahren in Kraft sind, stellten die Währungsbehörden, als sie die Reservesätze senkten, klar, daß sie nicht beabsichtigten, auf den Einsatz der Mindestreserve als geldpolitisches Instrument zu verzichten.

Annäherung der
Verfahren in den
EG-Ländern

In Belgien traten im Januar regelmäßige Schatzwechselauktionen an die Stelle des bis dahin üblichen ständigen Angebots. Damit endete die Beschränkung der Geldpolitik auf ein einziges, höchst sichtbares Instrument, nämlich die Festsetzung des Zinssatzes auf kurzfristige Schatzwechsel durch die Notenbank. Seitdem steuert die Nationalbank die Reserveguthaben der Banken – ähnlich wie in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden – über regelmäßige Wertpapiertender und tägliche Offenmarktoperationen. Die direkte Kreditvergabe der Nationalbank an die Regierung ist zukünftig durch eine Obergrenze auf einen kleinen, zur Absicherung des täglichen Cash-Managements des Finanzministeriums benötigten Betrag limitiert. Die Fremdwährungsverschuldung des Staates wird nur noch mit Zustimmung der Nationalbank und in einem Umfang, der mit den Erfordernissen der Geldpolitik übereinstimmt, erhöht werden. Ein neues im Oktober verabschiedetes Statut der Bank von Portugal verbietet dieser jegliche Form der Staatsfinanzierung und erlaubt nur das traditionelle Girokonto und die Emission von Schatzpapieren zu Bedingungen, denen die Bank zugestimmt hat.

Hartwährungspolitik und europäische Währungsintegration

Weitere Schritte zur „Härtung“ der Geldpolitik

In mehreren europäischen Ländern, die den Wechselkurs als Zwischenzielgröße ihrer Geldpolitik verwenden, wurde dieses Ziel im letzten Jahr deutlich enger interpretiert. Der lang erwarteten Entscheidung Großbritanniens, dem Wechselkursverbund des Europäischen Währungssystems mit einer erweiterten Schwankungsmarge (von $\pm 6\%$) beizutreten, war ein ähnlicher Schritt Spaniens im Jahr 1989 vorangegangen. In Belgien gaben die Behörden bekannt, daß der belgische Franc auch im Falle eines Realignments der Wechselkurse zukünftig an die stärkste EWS-Währung, namentlich die D-Mark, gebunden bleiben würde. Darüber hinaus soll die Zinspolitik so gestaltet werden, daß die Schwankungen des Wechselkurses zwischen dem belgischen Franc und der D-Mark in engeren Grenzen gehalten werden, als es die offizielle Bandbreite im EWS zuläßt – so wie die Niederländische Bank es seit mehreren Jahren mit dem Kurs des Guldens zur D-Mark hält. Hiervon verspricht man sich im Laufe der

Engere
Wechselkursziele
in europäischen
Ländern

Zeit eine weitere Abnahme des durchschnittlichen Zinsgefälles zwischen Belgien und Deutschland.

Außerhalb des Europäischen Währungssystems machten Norwegen und Schweden einen in Ecu festgesetzten Kurs ihrer Währungen zum Anker der Geldpolitik. Portugal setzte seine Politik fort, Inflationsdifferenzen nicht vollständig durch eine Anpassung des Escudo-Wechselkurses auszugleichen. Im Oktober wurde der zuvor als Referenz für die offizielle Wechselkursorientierung angewandte, mit Außenhandelsanteilen gewichtete Index durch einen sich auf die Währungen des EWS-Wechselkursverbunds beschränkenden ersetzt. Der Wechselkurs sollte sich je nach Angebots- und Nachfragedruck innerhalb einer zuvor bestimmten Bandbreite um den Zielwert bewegen. Daraufhin wertete sich der Escudo unter dem Einfluß anhaltender Kapitalzuflüsse leicht auf.

Der Wechselkurs als ein Instrument zur Anpassung

Gefahr von Anspannungen im EWS-Wechselkursmechanismus

Während sich die EG-Staaten auf einen engeren Wechselkursverbund zubewegten und die volle Währungsunion vorbereiteten, traten neue Anspannungen auf. In einigen Fällen begannen sich die Inflationsdifferenzen zu vergrößern, und unterschiedliche Konjunkturentwicklungen ließen die Frage nach den Vorteilen starr fixierter Wechselkurse wiederaufleben. Insbesondere ließen die Wirkungen der deutschen Vereinigung auf die Wirtschaftstätigkeit und die mit ihr verbundenen großen Haushaltsdefizite im Verein mit einer restriktiven Geldpolitik das Risiko für andere am Europäischen Wechselkursmechanismus beteiligte Länder entstehen, steigenden Zinsen ausgesetzt zu werden. Die Schlußfolgerung schien zu sein, daß ohne eine Wechselkursanpassung die Arbeitslosenquoten anderer Länder steigen würden, sofern sie nicht niedrigere Lohnzuwachsrate als in Deutschland erreichten. Der Anstieg des Kreditbedarfs der öffentlichen Haushalte in Deutschland zeigte, wie Störungen im öffentlichen Haushalt eines Landes sich bei fehlenden Wechselkursanpassungen auf andere Länder auswirken können, selbst wenn es der Geldpolitik gelingt, eine moderate Inflationsrate aufrechtzuerhalten.

Argumente gegen ein Realignment

Der Rückgang des deutschen Handelsbilanzüberschusses im letzten Jahr half, die Konjunktur von Deutschlands wichtigsten europäischen Handelspartnern zu stützen, von denen einige – bei einer auf einem stabilen Wechselkurs zur D-Mark basierenden Geldpolitik – einen hohen Grad an Inflationsübereinstimmung mit Deutschland erreicht hatten. Die Verantwortlichen in diesen Ländern waren fest davon überzeugt, daß die über einen langen Zeitraum aufgebaute Glaubwürdigkeit ihrer Politik durch eine Abwertung ihrer Währung gegenüber der D-Mark gefährdet würde. Insbesondere in den kleineren, offeneren Volkswirtschaften wäre jedweder vorteilhafte Effekt auf ihre Wettbewerbsposition zwangsläufig nur von kurzer Dauer. Die Gefahr, daß ein Vertrauensverlust sich in einem spürbaren Anstieg der inländischen Zinsen im Vergleich zu den deutschen Sätzen widerspiegeln würde, war ebenfalls ein überzeugendes Argument gegen ein Realignment der Wechselkurse.

In einer anderen Gruppe von Ländern, in denen bei der Angleichung der Inflationsraten weniger Fortschritte gemacht worden sind, war im letzten Jahr eine gewisse Abschwächung des inländischen Nachfragedrucks willkommen. Eine Zeitlang wurden die Bemühungen um eine inländische restriktive Geldpolitik

durch Kapitalzuflüsse aufgrund vergleichsweise hoher nominaler Zinssätze gestört. In dieser Situation entstand das Problem, daß die Starrheit der Wechselkurse einen Anstieg der realen Zinssätze verhinderte, der aus inländischen Erwägungen heraus wünschenswert erschien. Wo eine gewisse Lockerung der inländischen monetären Bedingungen im letzten Jahr angebracht erschien, wurde dieses Dilemma gemildert. In einigen Ländern wurde die Konjunkturabschwächung zu einem ernststen Problem, aber die Inflationsbekämpfung und der sie untermauernde Wechselkursstandard blieben eindeutig vorrangig. In einer Reihe von Fällen ließ aber ein wachsendes Außenhandelsdefizit deutlich eine Aushöhlung der Wettbewerbsposition der Wirtschaft erkennen. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit, sollte es dazu kommen, würde die Schwierigkeiten verdeutlichen, die mit rigide fixierten Wechselkursen hinsichtlich notwendiger Anpassungen verbunden sind.

Mögliche Anpassungsprobleme in einigen Ländern

Pläne und Fortschritte zu einer Europäischen Währungsunion

Im Anschluß an die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in acht der zwölf EG-Länder begann am 1. Juli 1990 die erste Stufe auf dem Weg zu einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, wie sie der Europäische Rat auf seinen Treffen im Jahr 1989 beschlossen hatte. Zur gleichen Zeit baute der Ausschuß der Präsidenten der EG-Zentralbanken seine Verfahren zur Koordination der Geldpolitik aus. Er wird zukünftig die Ausrichtung der nationalen geldpolitischen Ziele für jedes Jahr im Vorhinein diskutieren und anschließend eine Ex-post-Analyse der monetären Entwicklungen im Vergleich zu den politischen Vorgaben durchführen. Der Europäische Rat berief auf seiner Zusammenkunft im Juni zwei Regierungskonferenzen ein, um die Änderungen der Römischen Verträge vorzubereiten, die weitere Fortschritte auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion und die politische Union ermöglichen würden.

Verstärkte geldpolitische Koordination

Auf einem anschließenden Treffen des Rates im Oktober bekräftigten alle EG-Länder außer Großbritannien ihre Ansicht, daß das Ziel der Währungsunion eine einheitliche Währung und die Schaffung einer unabhängigen Institution mit voller Verantwortlichkeit für die Geldpolitik sein sollte, die die nationalen Notenbanken und eine zentrale Instanz umfaßt. Sie beschlossen, daß am 1. Januar 1994 eine zweite vorbereitende Stufe beginnen könnte, vorausgesetzt, daß bis dahin der europäische Binnenmarkt vollendet, daß weitere Fortschritte zu einer realwirtschaftlichen und monetären Konvergenz erzielt und daß die Änderungen der Römischen Verträge ratifiziert sind. Die Vertragsänderungen sollen die Unabhängigkeit der nationalen Mitglieder der neuen geldpolitischen Institution vorsehen. Sie sollen die Finanzierung von Haushaltsdefiziten durch die Notenbank und jegliche Verantwortung der Gemeinschaft für die Verbindlichkeiten der einzelnen Länder ausschließen. Die zweite Stufe zielt auf die Einrichtung einer Institution zur Stärkung der Koordination der Geldpolitik, zur Entwicklung von Instrumenten und Verfahren, die für die zukünftige einheitliche Geldpolitik notwendig sind, und zur Verfolgung der Entwicklung der Ecu. Zwar war die Regierung Großbritanniens bereit, mit der Schaffung einer neuen geldpolitischen Institution und einer gemeinsamen Währung über die erste Stufe hinauszugehen, sie befürwortete jedoch einen anderen Weg und argumentierte,

daß Entscheidungen über den Inhalt weiterer Schritte Beschlüssen über zeitliche Abfolgen vorangehen sollten.

Übereinstimmung über Mandat und Struktur der neuen geldpolitischen Institution

Unter den Zentralbanken – und offensichtlich auch unter den EG-Regierungen – ist ein hohes Maß an Übereinstimmung über die Struktur einer neuen supranationalen Behörde erzielt worden, die am Ende die Befugnis hätte, geldpolitische Entscheidungen zu treffen. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten hat einen Statutenentwurf für ein Europäisches System der Zentralbanken und eine Europäische Zentralbank angenommen und der mit der Vorbereitung der Wirtschafts- und Währungsunion betrauten Regierungskonferenz vorgelegt. In diesem Entwurf spiegelt sich die Überzeugung wider, daß Preisstabilität das primäre Ziel und diese Einrichtung unabhängig von politischen Weisungen der EG-Kommission und nationaler Regierungen sein sollte, daß ihrem Zentralorgan die volle Verantwortung für die Geldpolitik gegeben und die Finanzierung von Haushaltsdefiziten durch die Zentralbank gesetzlich untersagt werden sollte.

Vorschlag für „harte“ Ecu

Die Regierung Großbritanniens hat in einem eigenen Vertragsentwurf für eine Währungsunion Vorschläge unterbreitet, die auf die Schaffung einer Institution in Richtung des beabsichtigten Europäischen Systems der Zentralbanken zielen. Die Institution soll in Form eines Fonds eine Parallelwährung – eine „harte“ Ecu – unabhängig steuern, die im Verhältnis zu den nationalen EG-Währungen niemals abgewertet werden könnte. Was es bedeuten soll, daß Ecu nur anstatt und nicht zusätzlich zu den nationalen Währungen ausgegeben werden können, ist eine offene Frage. Ob für die nationale Geldpolitik bestehende Beschränkungen vergrößert würden, wenn man dem Fonds gestattet, nationale Währungen, die er in „übermäßigen“ Mengen erworben hat, an die jeweilige Zentralbank zu verkaufen, wurde lebhaft diskutiert. Eine grundlegendere Frage ist, ob der Fonds in der Praxis der Stabilisierung der Wechselkurse eine größere Bedeutung beimessen würde als der Preisstabilität. Darüber hinaus ist zweifelhaft, ob der Fonds dem politischen Druck widerstehen könnte, einen Kurs der Kompromisse zu befolgen, insbesondere wenn, wie in einer Variante der britischen Vorschläge anvisiert, eine größere Unabhängigkeit der Vertreter nationaler Zentralbanken im Fonds für nicht erforderlich erachtet werden sollte. Den Vorschlägen ist es nicht gelungen, den Zentralbanken die im Delors-Bericht zum Ausdruck gebrachten Bedenken zu nehmen, daß nämlich eine zusätzliche Währung, die in keinem Land eine Rechnungseinheit darstellt, die Durchführung einer wirkungsvollen nationalen Politik und ihre Koordination erschweren würde. Der Hinweis, daß Marktmechanismen allein zu einer harten, die nationalen Währungen verdrängenden Ecu führen könnten, verstellt den Blick auf die Tatsache, daß schwierige politische Entscheidungen und ein Verzicht auf geldpolitische Souveränität nicht vermieden werden können, wenn die Währungsunion vollendet werden soll.

Die der Regierungskonferenz zugeleiteten Unterlagen offenbaren beträchtliche Meinungsunterschiede zwischen den Ländern. Zum einen geht es darum, inwieweit Begrenzungen für die Defizite des öffentlichen Sektors und seiner Verschuldung (im Unterschied zu ihrer bloßen Überwachung) in die Vertragsbestimmungen mitaufgenommen werden sollten, und um die Mittel, die zur Auferlegung einer Haushaltsdisziplin in den einzelnen Ländern verfügbar

sein sollten. Zum anderen geht es um die Frage, ob eine Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik vereinbar sein wird, falls die Vertragsbedingungen der Europäischen Zentralbank auf diesem Gebiet bloß eine beratende Funktion zugestehen würden. Einige Länder drängen auf die Einhaltung eines strikten Zeitplans und betrachten die Errichtung der neuen geldpolitischen Institution bereits zum Beginn der Stufe 2 als notwendig, um eine Anpassung in den einzelnen Ländern zu fördern und den Schwung auf dem Wege zu einer Währungsunion aufrechtzuerhalten. Andere Länder sind besorgt, daß sich die geldpolitischen Verantwortlichkeiten in einem längeren Übergangsprozeß verwischen könnten. Sie haben vorgeschlagen, daß ein gestärkter Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die für die zweite Stufe ins Auge gefaßten institutionellen Aufgaben erfüllen und eine Europäische Zentralbank erst dann geschaffen werden sollte, wenn die Erfüllung der zur Sicherung der Preisstabilität notwendigen Bedingungen den Übergang zur dritten Stufe erlaubt.

Wichtige Fragen
noch ungelöst

Um einen befriedigenden Kompromiß über die die Wirtschafts- und Währungsunion regelnden Vertragsänderungen zu erreichen, wird es notwendig sein, sich über den Inhalt der Wirtschaftsunion klar zu werden und die Notwendigkeit strenger Minimalbedingungen zu akzeptieren, um sicherzustellen, daß die vereinbarten Ziele der Währungsunion erreicht werden und daß die Anpassungskosten der einzelnen Länder begrenzt bleiben. Obwohl es starke politische Argumente gegen einen Prozeß der zwei oder mehr Geschwindigkeiten gibt, muß anerkannt werden, daß einzelne Länder gute wirtschaftliche Gründe haben, eine Teilnahme erst dann zu erwägen, wenn sich ihre Volkswirtschaften in ausreichendem Maße denen der Kernländer der Europäischen Gemeinschaft angenähert haben und ein breiter sozialer Konsens im Land erzielt worden ist.

Weitere
Konvergenz
notwendig

VIII. Das internationale Währungssystem

Schwerpunkte

Die wesentlichsten Merkmale der Devisenmärkte im Berichtszeitraum waren weiterhin abrupte Stimmungsumschwünge und starke, nicht immer mit den grundlegenden Wirtschaftsdaten übereinstimmende Wechselkursschwankungen. Aber trotz der ausgeprägten Instabilität in der Zwischenzeit hatten sich im Frühjahr dieses Jahres die bilateralen Wechselkurse des US-Dollars gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen im Vergleich zu ihrem Niveau von Anfang 1990 nur wenig verändert – und dies trotz größerer Veränderungen in den Zinsdifferenzen zuungunsten des Dollars.

Offizielle Interventionen versuchten die Wechselkursschwankungen abzumildern, allerdings mit einer Tendenz, die eine Abwärtsbewegung des Dollars zu billigen schien. Als der Dollar im Frühjahr 1990 und – ausgehend von einem sehr viel niedrigeren Dollarniveau – erneut im März und April 1991 eine beeindruckende Stärke an den Tag legte, schritten die währungspolitischen Instanzen wiederholt mit koordinierten Dollarverkäufen ein. Dagegen kam es nur einmal zu einem koordinierten Vorgehen zur Stützung des Dollars, nämlich als dieser Anfang Februar 1991 auf historische Tiefstände fiel. Dem langanhaltenden Kursrückgang des Dollars im Sommer und Frühherbst des vergangenen Jahres wurde nicht ausdrücklich mit offiziellen Interventionen entgegengetreten.

Daß der Dollar trotz der für ihn sehr ungünstigen Veränderung der Zinsdifferenzen zuweilen nach wie vor ungewöhnlich fest tendierte, beruhte zweifelsohne auf seinem gemessen an der Kaufkraft niedrigen absoluten Kursniveau. Bedenkt man jedoch, daß die Verbesserung in der amerikanischen Leistungsbilanz durch konjunkturelle Einflüsse begünstigt wurde und womöglich größere Veränderungen der Struktur der internationalen Kapitalströme stattgefunden haben, so kann das jüngste Dollarkursniveau kaum als unrealistisch niedrig angesehen werden.

Die Wechselkursrelationen zwischen den wichtigen EWS-Währungen bildeten trotz gelegentlicher Spannungen eine Insel relativer Stabilität. Italien und Belgien unterstellten sich strafferen Wechselkursverpflichtungen, und das Pfund Sterling trat im Oktober dem Wechselkursmechanismus bei. Der Kursrückgang des schwächer werdenden Dollars löste keine nennenswerten Spannungen im Wechselkursverbund aus. Gegen Ende des Jahres 1990 führte allerdings das hohe deutsche Zinsniveau zu einem gewissen Konflikt zwischen den Wechselkursverpflichtungen und den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen jener Länder, deren Wirtschaft sich abzuschwächen begann. Diese Anspannungen klangen in der Folge mit der plötzlichen Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar ab.

Am Goldmarkt sorgte ein anhaltend hohes Angebot im Berichtszeitraum

dafür, daß sich die Preissteigerungen in Grenzen hielten. Die Preisvariabilität von Tag zu Tag erhöhte sich etwas, doch verdeutlicht die glanzlose Entwicklung des Goldpreises angesichts eines Krieges und der Zweifel über den Gesundheitszustand des internationalen Bankensystems, daß das Metall als Anlagemedium an Bedeutung verloren hat.

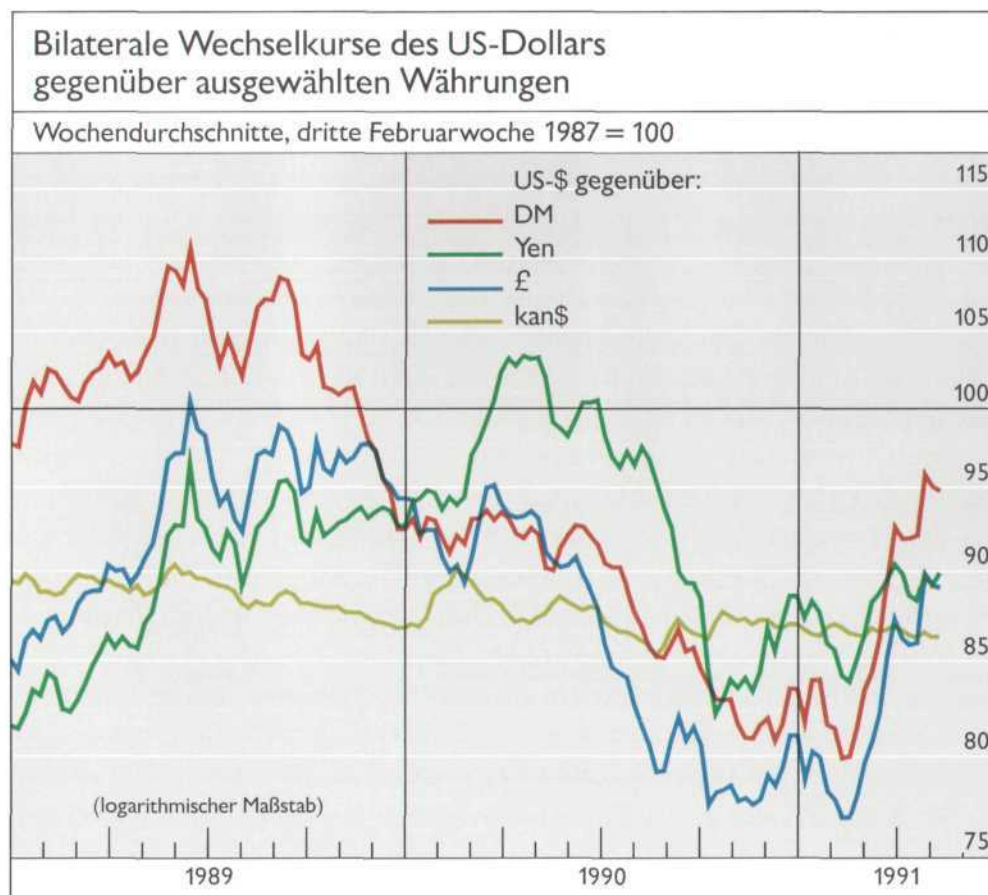
Das Wachstum der internationalen Liquidität übertraf im letzten Jahr die Expansion des Welthandels. Da die Hauptwährungsländer während des Jahres zumeist davon absahen, den Dollar zu stützen, konzentrierten sich die Reservenzugänge auf die Mitglieder des EWS-Wechselkursverbunds, einige kleinere Industrieländer und eine Reihe von Entwicklungsländern. Die osteuropäischen Länder griffen demgegenüber in großem Umfang auf ihre Bestände an internationaler Liquidität zurück.

Devisenmärkte

Entwicklung auf dem US-Dollar-Markt

Die Hauptmerkmale des Devisenmarktes im Berichtszeitraum waren die erneute Kehrtwendung und ein beträchtliches weiteres Absinken des internationalen Wertes des Dollars, gefolgt von einem ungewöhnlich steilen Wiederanstieg ab Mitte Februar dieses Jahres, durch den ein großer Teil des vorherigen Wertverlustes wettgemacht wurde.

Während der ersten Monate des Jahres 1990 tendierte der Dollar vor al-



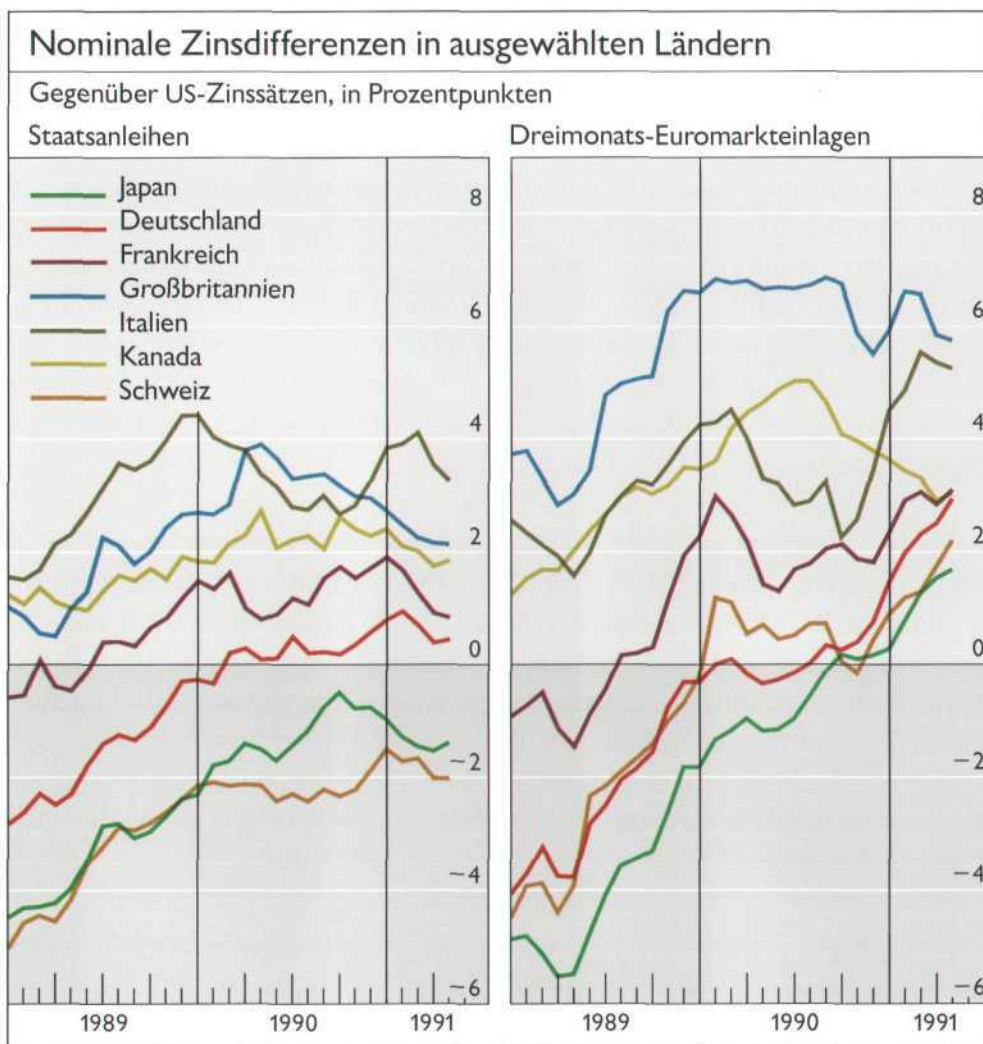
Anfängliche Stärke des Dollars insbesondere gegenüber dem Yen ...

lem gegenüber dem Yen zu ausgeprägter Stärke und erreichte Anfang April mit Yen 160 einen Höchststand, womit er gegenüber dieser Währung rund 10% höher notierte als zu Beginn des Jahres und sich auf dem höchsten Niveau seit Ende 1986 befand. Der Kursanstieg fand vor dem Hintergrund umfangreicher Interventionen gegen diese Bewegung statt, woran vor allem die japanischen Währungsbehörden einen großen Anteil hatten, die zudem den Diskontsatz in der zweiten Märzhälfte erneut anhoben. Am 7. April wies die Siebenergruppe auf die unerwünschten Folgen des Kursrückgangs des Yen hin und bekräftigte ihre Entschlossenheit zur Koordinierung ihrer Wirtschaftspolitik „unter Ein-schluß der Zusammenarbeit auf den Devisenmärkten“. Im Anschluß daran gab es Anzeichen dafür, daß die politischen Spannungen innerhalb der japanischen Regierung abklangen, und die zuvor an den japanischen inländischen Finanzmärkten eingetretenen Verluste wurden teilweise wieder wettgemacht. Auch im Falle Deutschlands setzte sich am Markt die Auffassung durch, daß es der Regierung gelingen werde, die möglichen inflationären Auswirkungen der bevorstehenden Wirtschafts- und Währungsunion einzudämmen, was wiederum der D-Mark zugute kam. All diese Umstände und koordinierte Interventionen bescheidenen Umfangs führten das vorläufige Ende der wiederholten Aufwertungstendenz des Dollars herbei. Als Anfang Mai Anzeichen einer Konjunkturabschwächung in den USA erkennbar wurden und damit die Aussichten auf eine weitere Veränderung der Zinsdifferenzen wuchsen, begann der Dollar nachzugeben und sank am Monatsende unter Yen 150.

... weicht einem Rückgang angesichts beginnender Schwäche der US-Wirtschaft

Gleichwohl setzte ein nachhaltiger Kursrückgang des Dollars erst ein, als gegen Ende Juni die wirtschaftlichen Aussichten und die Währungspolitik in den USA Gegenstand einer grundlegenden Neueinschätzung wurden. Vor allem die Erklärung des Präsidenten, Steuererhöhungen könnten ein Teil des Maßnahmenpakets zur Reduzierung des Haushaltsdefizits werden, trug dazu bei, daß sich die Aussichten auf Einigung über ein solches Paket verbesserten. Während sich daraus ableiten ließ, daß die Zinssätze in den USA sinken könnten, deutete die Hochkonjunkturlage in Deutschland und Japan dort auf höhere Zinsen hin.

Die Invasion Kuwaits durch den Irak am 2. August löste aufgrund von „safe-haven“-Überlegungen nur eine sehr kurze Dollarkurserholung aus. Gegenüber der D-Mark währte sie nur gerade einen Tag, wohingegen die Yen-Schwäche infolge von Befürchtungen im Zusammenhang mit der starken Abhängigkeit Japans von Ölimporten länger anhielt. Angesichts weiterer Anzeichen einer Abkühlung der US-Wirtschaft und einer weiteren Veränderung ausschlaggebender Zinsdifferenzen zum Nachteil des Dollars, dauerte es nicht lange, bis die amerikanische Währung sich allgemein abschwächte, wobei sie insbesondere gegenüber dem Yen bis weit in den September hinein weiter an Boden verlor. Gegen Ende des Monats erinnerten die Finanzminister und die Notenbankgouverneure der Siebenergruppe an ihre früheren, auf dem Gipfeltreffen in Houston geäußerten Bedenken bezüglich der Schwäche des Yen und stellten fest, daß die japanische Währung seither an Wert gewonnen habe. Sie gelangten zu dem Schluß, daß „die Wechselkurse nunmehr weitgehend im Einklang mit der fortlaufenden Anpassung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte seien“. Gleichwohl fiel der Dollar unmittelbar nach dieser Erklärung erneut im Kurs, und zwar gegenüber allen wichtigen Währungen. Anfang Oktober begann eine

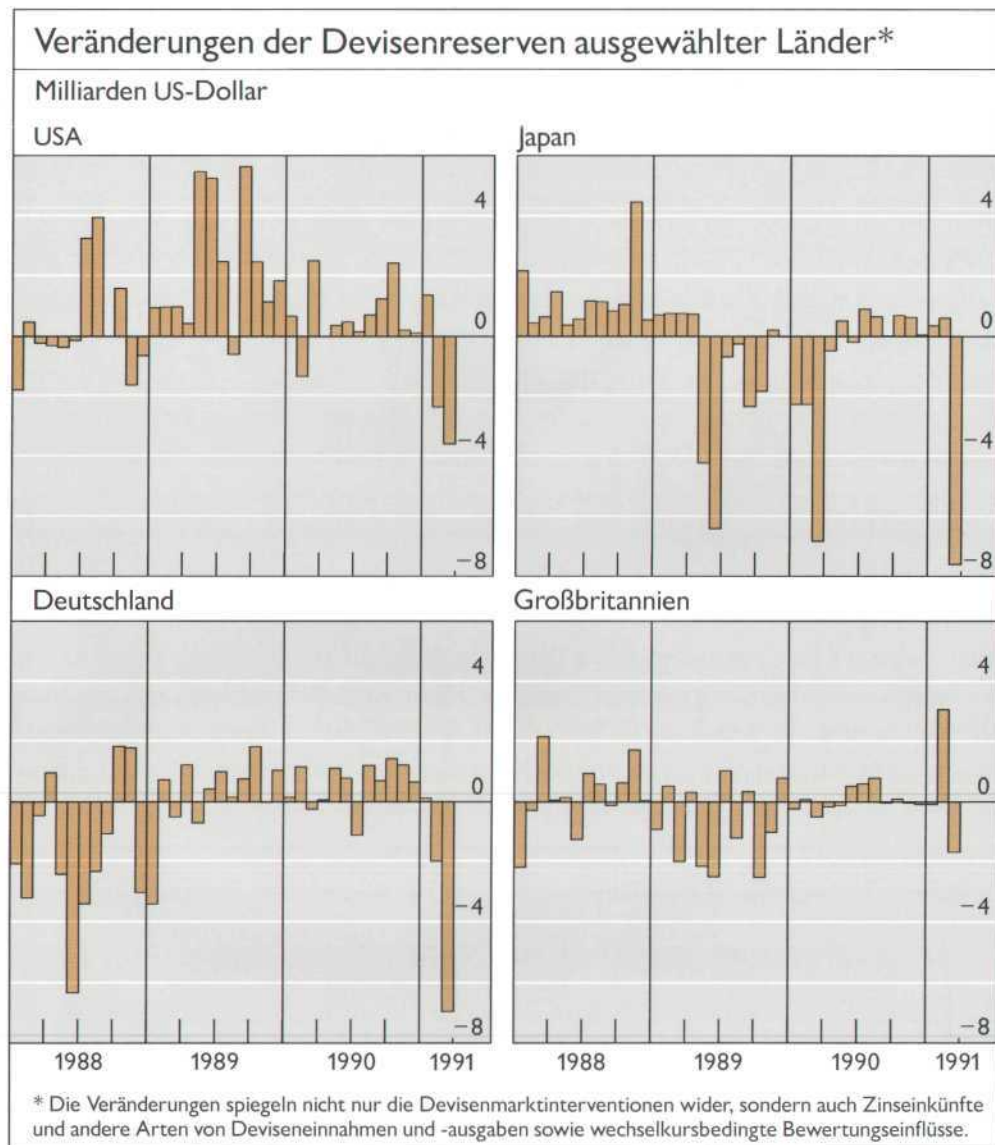


Phase, in der der Dollar wiederholt historische Tiefstände zur D-Mark durchbrach, nachdem der Vorsitzende des Federal Reserve Board öffentlich die Möglichkeit niedrigerer US-Zinsen mit einer entsprechenden Einigung über das Budget verknüpft hatte. Eine solche Einigung wurde gegen Ende Oktober erzielt, und die Märkte zogen daraus die naheliegenden Schlußfolgerungen, zumal deutlich wurde, daß die währungspolitischen Instanzen keinen zwingenden Grund sahen, gegen einen sich in geordneten Bahnen vollziehenden Dollarkursrückgang zu intervenieren. Als am 19. November schlechte Außenhandelszahlen ebenso wie eine leichte Verlangsamung der Inflation bekanntgegeben wurden und sich eine weitere Lockerung der Geldpolitik abzeichnete, sank der Dollar auf ein neues Kurstief unterhalb von DM 1,47, während die Aufwertung des Yen gegenüber seinem Tiefstand zum Dollar von Anfang April fast 26% erreichte.

Danach stabilisierten sich die Wechselkurse. Die Aussichten auf einen friedlichen Ausgang der Golfkrise wurden ungewisser; es gab Hinweise darauf, daß sich die Siebenergruppe treffen könnte, um das niedrige Dollarniveau zu erörtern; als letztes kam hinzu, daß der plötzliche Rücktritt des sowjetischen Außenministers vom 20. Dezember die Markteinschätzung der europäischen Währungen, insbesondere der D-Mark, beeinträchtigte. Vor diesem Hintergrund war die amerikanische Notenbank in der Lage, auf die Wirtschaftsschwäche im Inland zu reagieren, und am 19. Dezember senkte sie den Diskontsatz

Aussicht auf weitere Verschlechterung der Zinsdifferenzen trägt zu erneutem Dollarrückgang bei

Nur vorübergehende Stabilisierung des Dollars



von 7% auf 6½%. Mitte Januar löste der Beginn der kriegesischen Handlungen am Golf einen erneuten Kursrutsch des Dollars aus, worauf dieser Anfang Februar den endgültigen Tiefstand gegen die D-Mark im Berichtszeitraum erreichte: DM 1,45, was gegenüber März 1990 ein Rückgang um mehr als 15% war.

Die Erklärung der Siebenergruppe vom 21. Januar sprach aber dann nicht die Schwäche des Dollars an. Zehn Tage später erhöhte die Deutsche Bundesbank die Leitzinsen, und am darauffolgenden Tag wurde einmal mehr der Diskontsatz in den USA gesenkt, und zwar auf 6%. Auch diesmal schienen binnenwirtschaftliche Anliegen dringlicher zu sein als die Probleme, die durch Wechselkursveränderungen entstehen könnten. Gleichwohl hinderte das die Währungsbehörden, diesmal unter Führung der USA, nicht daran, auf den Märkten zu intervenieren. Das war das erste gemeinsame Vorgehen seit fast einem Jahr und auch insofern bemerkenswert, als sich die japanischen amtlichen Stellen jeglicher Maßnahmen enthielten und damit offenbar signalisieren wollten, daß sie über das höhere Kursniveau des Yen nicht unglücklich waren.

Das wesentliche Ziel dieser koordinierten Dollarstützung war es, dem Dollar einen neuen Boden zu verschaffen und damit dem Eindruck entgegenzutreten,

Koordinierte
Dollarstützung ...

daß eine Politik des „benign neglect“ die Marschorder war – ein Eindruck, der sich irrigerweise auf das Kommuniké der Siebenergruppe und die darauffolgenden Leitzinsänderungen stützte. Obwohl die Interventionen nicht sehr umfangreich waren, verstanden die Märkte offenbar die Botschaft. In der zweiten Februarhälfte begann dann auch die US-Währung erneut stark zu steigen, und am Ende der ersten Märzwoche hatte sie gegenüber dem Yen und der D-Mark rund 7% an Wert gewonnen. Am Montag, dem 11. März, drohte die Aufwertung des Dollars in ungeordnete Bahnen überzugehen, so daß weniger als einen Monat nach der konzertierten Stützung wieder einmal koordinierte Interventionen – unter Führung der Deutschen Bundesbank – eingeleitet wurden, diesmal jedoch, um die neu gewonnene Stärke des Dollars einzudämmen. Zuerst die Aussichten auf Beendigung des Golfkrieges und dann sein tatsächlicher, erfolgreicher Ausgang waren zweifellos wichtige Bestimmungsgründe für das plötzliche Wiedererstarken des Dollars. Darüber hinaus bildete sich die Erwartung heraus, das Schlimmste der Rezession könnte überstanden sein. Es gab auch Überlegungen, daß der Umtausch in Dollar der von einigen Alliierten geleisteten Finanzhilfe der amerikanischen Währung Auftrieb geben werde. Gleichzeitig wirkten die sich verschärfende Wirtschaftskrise im östlichen Teil Deutschlands und die daraus möglicherweise erwachsenden politischen Auswirkungen ebenso wie Befürchtungen hinsichtlich der Folgen der sich verschlechternden Lage in der Sowjetunion belastend für die D-Mark. Anzeichen einer geringeren Dynamik des japanischen Wirtschaftswachstums ließen es zudem als denkbar erscheinen, daß sich das Zinsgefälle zugunsten der Vereinigten Staaten verändern könnte.

... kurz
danach kräftige
Erholung ...

... und
konzertierte
Interventionen
zur Eindämmung
der erneuten
Dollarstärke

Trotz dieser verschiedenen Erklärungen überraschten das Ausmaß der plötzlichen Kehrtwende des Dollars und die erneute Kraft der Aufwärtsbewegung insbesondere gegenüber der D-Mark viele Marktakteure und offizielle Beobachter. Die wiederholten koordinierten Bemühungen, den Kursanstieg zu dämpfen, erwiesen sich als weit weniger erfolgreich als die vorangegangenen Versuche, die Aufwärtsbewegung in Gang zu setzen. Trotz beständiger konzertierter Interventionen und einer erneuten Verschlechterung der Zinsdifferenzen stieg der Dollar weiterhin – gelegentlich pausierend – steil nach oben und erreichte Ende April die Kursmarke von DM 1,77 – eine Aufwertung um 22% gegenüber dem Tiefstand von nur elf Wochen zuvor.

Gleichwohl
steigt der Dollar
weiter

Anders als die übrigen großen Währungen wurde der *kanadische Dollar* im Jahr 1990 innerhalb einer recht engen Spanne zum US-Dollar gehandelt. Nach einem abrupten Kursrückgang im Januar, als eine verhältnismäßig geringfügige Senkung der Leitzinsen den Markt vorübergehend verunsicherte, erholte sich die Währung während der darauffolgenden Monate wieder, da es die Zentralbank zuließ, daß sich die Differenz der kurzfristigen Zinsen gegenüber den USA substantiell vergrößerte. Im Mai und Juni geriet der kanadische Dollar unter dem Einfluß der zunehmenden Verunsicherung im Zusammenhang mit dem Ausgang der Beratungen in Meech Lake über die künftige Staatsverfassung des Landes erneut unter Abwertungsdruck. Obwohl es zu keiner Einigung kam, zog der Kurs der kanadischen Währung wieder an und erreichte im August, als der Ölpreis nach dem Ausbruch der Golfkrise nach oben schnellte, gegenüber der US-Währung ein Zwölfjahreshoch. In der Folge schwächte sich der kanadische

Kanadischer
Dollar
unbeeindruckt
von ungeklärten
Verfassungs-
fragen

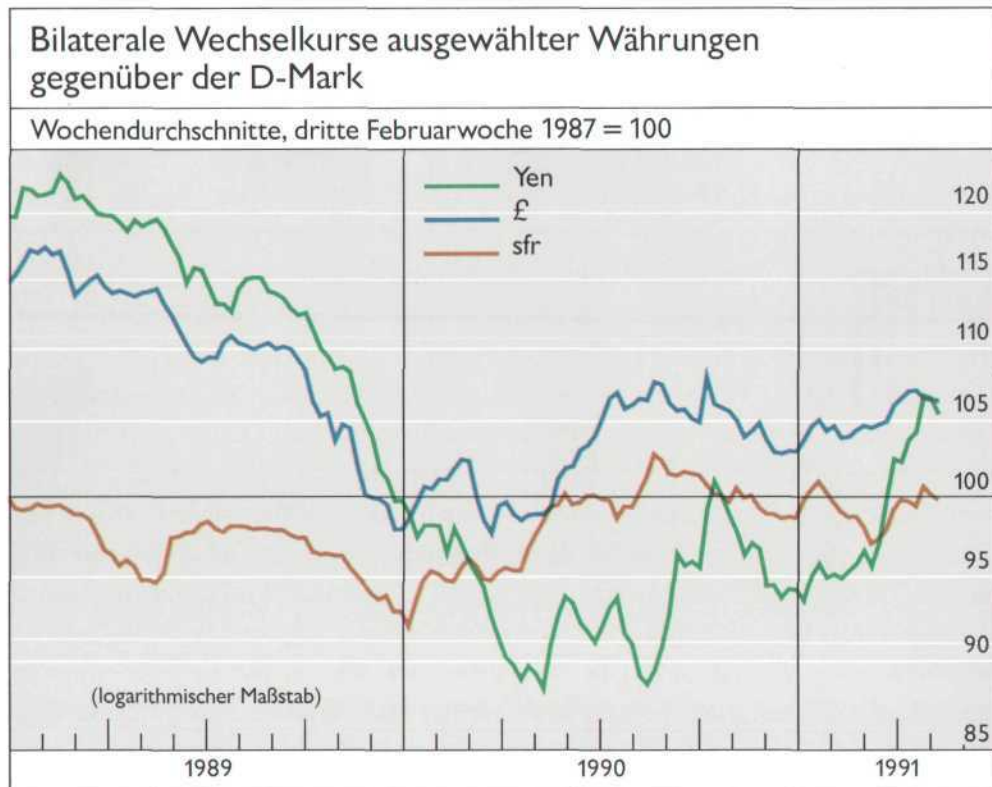
Dollar leicht ab und stabilisierte sich dann trotz eines deutlichen Rückgangs der kurzfristigen Zinsen gegenüber jenen in den Vereinigten Staaten und starker Schwankungen des Ölpreises.

Entwicklung anderer Paritäten

Der japanische Yen setzte im Berichtszeitraum zunächst seinen 1989 gegenüber der D-Mark begonnenen Kursrückgang fort. Im Februar 1989 hatte der Yen einen Höchststand weit über 20% oberhalb seines zum Zeitpunkt des Louvre-Abkommens von 1987 bestehenden Niveaus erreicht. Bereits Anfang 1990 war dieser bemerkenswerte Anstieg dahingeschmolzen, und bis Anfang Mai war der Yen trotz massiver Notenbankstützung gegen den Dollar auf ein Kursniveau zurückgefallen, das 12% unter dem „Louvre“-Niveau lag. Die sich daran anschließende Erholung des Yen gegenüber dem Dollar übertraf mitunter jene der D-Mark deutlich an Stärke, da die japanischen Zinssätze selbst gegenüber den deutschen Sätzen zu steigen begannen und die D-Mark durch die ungewisse Entwicklung im Inland in Mitleidenschaft gezogen wurde. Anfang Oktober, als das langfristige Zinsniveau in Japan fast jenes in den USA erreicht hatte und es in großem Stil zur Rückführung von Kapital aufgrund von Refinanzierungserfordernissen im Gefolge des vorangegangenen Kursrückgangs am Aktienmarkt kam, hatte der Yen seine seit Anfang 1990 gegenüber der D-Mark erlittenen Verluste mehr als zur Gänze wettgemacht und lag rund 16% über seinem Tiefstand zur deutschen Währung von Anfang Mai.

Als in der Folge die langfristigen Zinsen in Japan im Vergleich zu jenen in den USA und Deutschland stark nachgaben, verlor der Yen gegenüber der D-Mark rund 9% an Wert, stieg dann jedoch nach der Jahreswende erneut leicht an. Im Februar erfuhr er eine weitere geringfügige Höherbewertung, als die

Weitere
Abschwächung
des Yen,
anschließende
kräftige Erholung



japanischen Behörden ihrem Wunsch nach einem relativ festen Yen dadurch Ausdruck verliehen, daß sie sich nicht in nennenswertem Umfang an der Stützung des Dollars beteiligten. Im März und April hingegen beteiligten sich die japanischen währungspolitischen Instanzen aktiv an der koordinierten Aktion zur Begrenzung des Dollaranstiegs, und obwohl diesem Vorgehen zunächst wenig Erfolg beschieden war, gewann der Yen gegenüber der D-Mark mehr als 10% an Wert.

Zwei wesentliche Merkmale prägten das Geschehen um das *Pfund Sterling* seit Anfang 1990. Beim ersten handelte es sich um das erneute, wenn auch nur vorübergehende Erstarken der Währung nach der Schwächeperiode im Frühjahr im Zusammenhang mit Unsicherheiten politischer Natur. Das zweite war der Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus Anfang Oktober.

Wie der Yen war auch das Pfund 1989 die meiste Zeit gegenüber der D-Mark rückläufig gewesen, wenn auch aus anderen Gründen (zunehmender Inflationsdruck und rasch steigendes Leistungsbilanzdefizit). Zu Beginn des Jahres 1990, als die Regierung ihr Engagement zur Bekämpfung der Inflation unterstrich und sich die Handelsbilanzdaten vorübergehend verbesserten, ließ der Druck etwas nach. Im März geriet jedoch das Pfund infolge der sozialen und politischen Spannungen im Zusammenhang mit der neuen Gemeindeabgabe (Kopfsteuer) und der negativen Reaktionen auf die Budgetvorlage erneut unter Druck und sank auf ein Rekordtief von wenig über DM 2,70.

Im Mai setzte dann unter dem Einfluß technischer Faktoren und der für die regierende Konservative Partei besser als erwartet ausgefallenen Kommunalwahlen die eigentliche Erholung des Pfundes ein. Im weiteren Verlauf gaben Spekulationen über einen Beitritt zum Wechselkursmechanismus, die in den darauffolgenden Monaten immer wieder aufkamen, dem Pfund Auftrieb. Ein Sprung der Inflationsrate bestärkte die Märkte in ihrer Auffassung, daß die Pfundzinsen für einige Zeit hoch bleiben würden. Im Juli erreichte die britische Währung einen vorläufigen Höchststand von fast DM 3,00. Der Einfluß der Invasion von Kuwait auf den Ölpreis trug dann die Währung in der zweiten Augusthälfte in noch höhere Bereiche.

Ende August und im September glitt der Pfundkurs etwas zurück, als Vermutungen angestellt wurden, der Beitritt zum Wechselkursmechanismus könnte sich verzögern. Am 8. Oktober trat dann das Pfund mit einem Leitkurs von DM 2,95 und einer breiten Schwankungsmarge von $\pm 6\%$ plötzlich in den Wechselkursmechanismus ein. Obwohl die Pfundzinsen gleichzeitig um 1% sanken, reagierten die Märkte zunächst mit einer deutlichen Höherbewertung auf über DM 3,00. Ein derart hohes Niveau konnte jedoch nicht lange gehalten werden, zumal die Währung unter den politischen Unwägbarkeiten in Großbritannien litt, die am 22. November zum Rücktritt der Premierministerin führten. Obwohl damit die ungewisse Situation beendet war, blieb das englische Pfund für den Rest des Jahres überwiegend schwach und erreichte im Dezember einen Tiefstand von DM 2,86. Gleichwohl ermöglichte der allgemeine Rückgang der internationalen Zinsen zu Beginn des Jahres 1991 den britischen Währungsbehörden, die Zinsen in mehreren Schritten zu senken, ohne damit übermäßige Spannungen hervorzurufen, wobei sie aber stets ihre feste Bindung an die Disziplin des Wechselkursmechanismus als wichtigstes Bollwerk gegen die Inflation

Pfund im Frühjahr schwach ...

... aber kräftiger Anstieg zur Jahresmitte ...

... vor Beitritt zum Wechselkursverbund im Oktober

bekräftigten. Gegen Ende März, als der Dollarkurs weiter anzog und die D-Mark im Wechselkursverbund Terrain einbüßte, erholte sich auch das Pfund und stieg erneut über seinen Leitkurs von DM 2,95 zur D-Mark.

Schweizer
Franken nach
ungewöhnlicher
Schwäche
wieder stärker

Die ungewöhnliche Schwäche des Schweizer Frankens, die 1989 begann, erreichte direkt zu Beginn des Jahres 1990 ihren Höhepunkt. Zu diesem Zeitpunkt hatte dieser in zwölf Monaten gegenüber der D-Mark 8% an Wert eingebüßt und befand sich damit gegenüber der deutschen Währung auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 1981. Was danach folgte, stellte sich im wesentlichen als eine Erholung des Schweizer Frankens von diesem Tiefpunkt dar – allerdings zum Preis hoher Inlandszinsen gemessen am langjährigen Schweizer Standard. Die Kurserholung erfolgte in drei Hauptphasen. Die erste setzte im Anschluß an die scharfe geldpolitische Kurswende der Schweizerischen Nationalbank ein, die zu einem noch nie dagewesenen positiven schweizerischen Zinsgefälle zur D-Mark im kurzfristigen Bereich geführt hatte. Die zweite Phase begann Ende April, als der Zinsvorsprung des Frankens sich erneut recht stark erhöht hatte, und die dritte im August, als die üblichen dem Schweizer Franken zugeschriebenen Eigenschaften als „sicherer Hafen“ zum Tragen kamen und die Währung vorübergehend auf das höchste Niveau im Berichtszeitraum katapultierten – auf 81,5 Rappen für 1 D-Mark. Zu dieser Zeit etwa begannen jedoch die deutschen Zinsen wieder zu steigen, während die Zinsen in der Schweiz dann im Januar und Februar 1991 fielen. Die Folge war, daß der Franken bis Anfang März dieses Jahres wieder auf rund 87 Rappen für 1 D-Mark zurückgefallen war, bevor dann eine allgemeine Schwäche der deutschen Währung zu einer gewissen Kurs-erholung führte.

Längerfristige Betrachtungen zur Entwicklung der Wechselkurse

Dollar
unterbewertet?

Der weitere deutliche Rückgang des Außenwertes des Dollars im zweiten Halbjahr 1990 bestärkte die bereits zuvor geäußerten Behauptungen, daß der Dollar erheblich unterbewertet sei. Das Gegenstück dazu bildete nach dieser Ansicht die Überbewertung des japanischen Yen und – wenn auch angesichts der neuen, besonderen Umstände in Deutschland weniger gewiß – der D-Mark. Derartige Schlußfolgerungen gingen aus Kaufkraftparitätsberechnungen hervor, beispielsweise auf der Basis länderübergreifender Vergleiche der Produzentenpreise derselben oder ähnlicher Güter. Selbst die sprunghafte Erholung des Dollars ab Mitte Februar dieses Jahres machte lediglich einen Teil dieser Über- bzw. Unter-bewertungen wett.

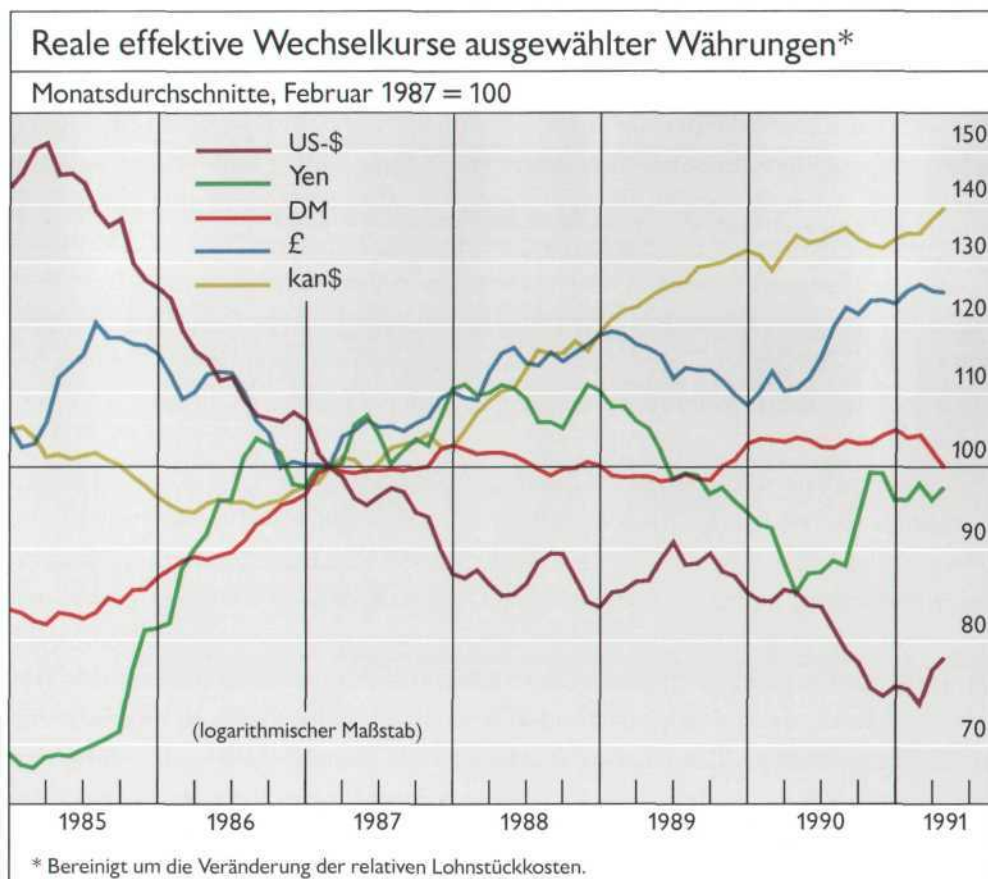
Unterschiedliche
Methoden zur
Beurteilung des
angemessenen
Wechselkurs-
niveaus

Kaufkraftparitäten bilden jedoch nach herrschender Lehre und Meinung nur einen von mehreren Indikatoren für die „Richtigkeit“ von Wechselkursen. Insbesondere lassen sie die notwendige Rolle von Wechselkursen im internationalen Anpassungsprozeß außer acht. Andere Kennzahlen zur Beurteilung der Angemessenheit von Wechselkursen vergleichen aus diesem Grund den Stand eines inflationsbereinigten Wechselkursindex mit dem in einer bestimmten Referenzperiode, als in den betreffenden Volkswirtschaften sowohl ein externes als auch ein internes Gleichgewicht zu bestehen schien. Wenn auch derartige Einschätzungen nie vollständig objektiv sein konnten, so sind sie in den letzten Jahren, insbesondere in Anbetracht der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte, noch problematischer geworden. Für die Existenz eines

internationalen Gleichgewichts werden nicht mehr geringe oder gar vernachlässigbare Leistungsbilanzungleichgewichte als unabdingbar angesehen. Alles was man vielleicht derzeit sagen kann, ist, daß ein internationales Gleichgewicht wohl dann besteht, wenn in keinem Land die Auslandsverschuldung in einem derartigen Maße ansteigt, daß es irgendwann zu Problemen bei der Bedienung der Schulden kommen könnte. Dies ist offensichtlich ein weit schwieriger greifbares Konzept und ist sicherlich eine Rechtfertigung dafür, in Bandbreiten und nicht in Punktschätzungen zu denken, wenn es um die Frage der Konsistenz von Wechselkursen mit dem jeweiligen Stand der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit geht.

Von diesem Problem abgesehen, legen Berechnungen des realen Wechselkurses ein etwas anderes Bild nahe als Kaufkraftparitätsberechnungen. Die in der untenstehenden Grafik gewählte Bezugsperiode ist Februar 1987, der Zeitpunkt des Louvre-Abkommens. Damals waren die Währungsbehörden ohne Präzisionsanspruch der Meinung, daß der notwendige Kursrückgang des Dollars im großen und ganzen abgeschlossen war. Im Verlauf der vorangegangenen zwei Jahre war der reale effektive Wechselkurs des Dollars um ein Drittel gefallen, jener des Yen um beinahe die Hälfte geklettert und jener der D-Mark um ein Fünftel gestiegen. Außerdem waren der Dollar und die D-Mark zu dieser Zeit real wieder auf dem Niveau von Ende der siebziger Jahre, als ein ungefähres internationales Gleichgewicht vorzuherrschen schien. Der Kurs des Yen war demgegenüber um 20% höher.

Nichtsdestoweniger blieb der Dollar nicht auf dem realen Niveau aus der



Größere reale Wechselkursbewegungen seit dem Louvre-Akkord

Zeit des Louvre-Akkords: Bis Ende 1987 war er um weitere 13% gefallen und schwankte danach innerhalb einer Bandbreite, die etwa 10% bis 16% unter dem Niveau vom Februar 1987 lag. Im letzten Jahr setzte dann im Verlauf des zweiten bis vierten Quartals – trotz der fortlaufenden Abnahme des US-Leistungsbilanzdefizits, insbesondere in Relation zum BSP – ein weiterer Rückgang um 12% ein. Wie die Grafik zeigt, war ein wichtiges Gegenstück zum letztjährigen Kursrückgang des Dollars der Anstieg des realen effektiven Wechselkurses des japanischen Yen, der damit wieder nahe an das Niveau zum Zeitpunkt des Louvre-Abkommens herankam. Der reale effektive Wechselkurs der D-Mark verzeichnete – nicht zuletzt wegen der deutlich anderen Außenhandelsstruktur – im letzten Jahr keinen nennenswerten Anstieg; überhaupt hat der D-Mark-Kurs im gesamten Zeitverlauf seit dem Louvre-Abkommen vom Februar 1987 keine wesentlichen Abweichungen vom damaligen Niveau gezeigt. In Anbetracht des starken und raschen Rückgangs des deutschen Leistungsbilanzüberschusses paßt dies durchaus ins Bild, insbesondere da diese Entwicklung in engem Zusammenhang mit den Auswirkungen der deutschen Vereinigung zu sehen ist, die eine genaue Einschätzung „normaler“ konjunktureller Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz erschweren. Im Falle Japans haben konjunkturelle Einflüsse – vor allem im Vergleich zu den USA – eine Rolle gespielt, und angesichts neuerlich tendenziell steigender japanischer Leistungsbilanzüberschüsse stellt sich – ganz im Gegensatz zu den Ergebnissen auf der Basis einer Kaufkraftparitätsbetrachtung, die auf eine Überbewertung schließen lassen – weiterhin die Frage, ob der Yen nicht derzeit ein unter längerfristigen Gesichtspunkten gesehen angemessenes Niveau erreicht hat oder vielleicht sogar noch darunter liegt.

Reale Aufwertung des kanadischen Dollars und des Pfundes legen Notwendigkeit verbesserter Kostenentwicklung nahe

Die Grafik zeigt ganz klar, daß der weitere reale Rückgang des Dollaraußenwerts seit dem Louvre-Akkord im wesentlichen seine Hauptentsprechung nicht in entgegengerichteten Bewegungen des Yen und der D-Mark hatte, sondern eher in der Stärke von Währungen wie dem kanadischen Dollar, der im US-Index ein großes Gewicht einnimmt, und dem englischen Pfund. So stand der reale effektive Wechselkurs des kanadischen Dollars Anfang dieses Jahres 40% über dem „Louvre“-Niveau, da der relativ feste und stabile nominale Wechselkurs von fortwährend divergierenden Lohnkostenentwicklungen begleitet wurde. In Kanada haben ebenso wie in Großbritannien – hier vor allem seit dem Eintritt des Pfundes in den EWS-Wechselkursverbund – die inflationsdämpfenden Wirkungen fester nominaler Wechselkurse im wirtschaftspolitischen Denken eine Rolle gespielt. Eine derartige Wechselkursausrichtung der Wirtschaftspolitik muß jedoch letztlich ihren Niederschlag in der Lohnkostenentwicklung finden, andernfalls ist sie wegen der nachteiligen Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit über kurz oder lang nicht aufrechtzuerhalten.

Auch andere Faktoren sind für die Bestimmung des angemessenen Wechselkursniveaus maßgebend

Was zudem die vermeintliche Unterbewertung des Dollars – zumindest bis zu seinem kürzlichen Kursanstieg – betrifft, ist anzumerken, daß die Aussagekraft jedes wie auch immer ermittelten realen Wechselkurses als Indikator für die Angemessenheit von Wechselkursen aus mehreren Gründen begrenzt ist. Einmal werden dabei qualitative und strukturelle Faktoren außer acht gelassen, die starke Auswirkungen auf den außenwirtschaftlichen Erfolg eines Landes haben können. Derartige Faktoren umfassen insbesondere Design,

Zuverlässigkeit, Wartung und andere Nebendienstleistungen, die gemeinsam mit dem verkauften Produkt angeboten werden, sowie den Grad der Offenheit ausländischer Märkte für die Exporte eines Landes. Auch dynamisches Wachstum im Zusammenhang mit außerordentlichen Produktivitätsfortschritten und Innovationen im Exportsektor kann Veränderungen der realen Wechselkurse rechtfertigen.

Ein zweiter Punkt ist, daß sich durch eine längere Phase größerer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte die ausstehenden Bestände an internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten wesentlich verschieben. Dies führt mit großer Wahrscheinlichkeit auch zu bleibenden Veränderungen der internationalen Kapitaleinkommensflüsse. Im gegenwärtigen Fall der USA muß sich die längerfristige Kapitalertragsposition zwangsläufig verschlechtert haben, was, um ein bestimmtes Gesamtergebnis zu erzielen, ceteris paribus eine Verbesserung der anderen Leistungsbilanzpositionen erfordert. Dies könnte durchaus auf die Notwendigkeit einer Stärkung der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit hindeuten.

Eine dritte wesentliche Überlegung ist, daß nach länger anhaltenden großen Leistungsbilanzdefiziten eines Landes eine deutliche Unterbewertung seiner Währung (gemessen am längerfristig angemessenen Niveau) für einige Zeit erforderlich sein kann, um die notwendige Anpassung der Wirtschaftsstruktur und der Handelsströme herbeizuführen. Wenn in einem Land wie den Vereinigten Staaten ein Großteil der in die Handelsbilanz eingehenden Positionen, wie etwa landwirtschaftliche Exporte oder Öl- und andere Rohstoffimporte, relativ unempfindlich gegenüber Preissignalen ist und ein riesiger Inlandsmarkt das Interesse der meisten Branchen am Export gering hält, könnte vorübergehend eine erhebliche Unterbewertung erforderlich sein, um innerhalb eines vernünftigen Zeitraums eine wesentliche Verbesserung der Handelsbilanz zu erzielen. Die Tatsache, daß die US-Handelsbilanz trotz einer für einen derartigen Anpassungsprozeß günstigen Konjunktursituation nur sehr zögernd auf die seit mehreren Jahren andauernde, starke Dollarabwertung reagiert hat, stützt diese Überlegung.

Eine gänzlich andere Frage ist, in welchem Ausmaß eine weitere deutliche Verringerung des US-Handelsbilanzdefizits als wünschenswert anzusehen ist. In den letzten Jahren trug auch das US-Budgetdefizit – in Verbindung mit einer sehr niedrigen privaten Sparquote in den USA – maßgeblich zum amerikanischen Handelsbilanzdefizit bei. Es war jedoch international leicht finanzierbar und hat – angesichts der erheblichen deutschen und japanischen Ersparnisüberschüsse, der zunehmenden Liberalisierung der internationalen Kapitalströme, die eine Welle der Portfoliodiversifikation zugunsten von Anlagen in den USA mit sich brachte, und des Unvermögens der meisten Entwicklungsländer, in größerem Ausmaß ausländisches Kapital anzuziehen – wohl auch der Wirtschaftsentwicklung weltweit Impulse verliehen. Mehrere dieser Faktoren haben sich aber inzwischen verändert oder sind dabei, sich zu ändern. Das Programm zur Reduzierung des US-Haushaltsdefizits sollte den Fehlbetrag während der nächsten Jahre verringern oder sogar beseitigen. Die Entwicklungen im östlichen Teil Deutschlands sind im Begriff, den früheren hohen Ersparnisüberschuß des Landes praktisch vollständig zu absorbieren. Gleichzeitig benötigen eine Reihe osteuro-

Veränderungen
in den Auslands-
vermögens-
positionen

Mögliche
Notwendigkeit
vorübergehender
Dollarunter-
bewertung

Wieviel mehr an
Außenhandels-
anpassung
ist erforderlich?

päischer Länder in großem Umfang ausländisches Kapital, obwohl dieser Bedarf – wie im Falle der meisten Entwicklungsländer – wahrscheinlich nur mit Unterstützung der westlichen Regierungen befriedigt werden kann. Außerdem dürften als Folge des Golfkonflikts inzwischen einige der früheren großen Kapitalexporthure dieser Region für einige Zeit per saldo Auslandskapital importieren.

Portfolio-
diversifizierung
zugunsten des
Dollars könnte
sich abschwächen

Schließlich hat sich das Engagement der USA in internationalen Wertpapieranlagen während der letzten Jahre erheblich erhöht, und der Prozeß der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ist in den großen Industrieländern mehr oder weniger abgeschlossen, so daß durchaus damit zu rechnen ist, daß sich die Portefeullediversifikation zugunsten von US-Anlagen nunmehr verlangsamen könnte. Gleichzeitig könnte die Entwicklung des Europäischen Wirtschaftsraums und die wachsende Bedeutung der Volkswirtschaften des pazifischen Raums amerikanische Investoren dazu bewegen, ihre Portefeulles zugunsten internationaler Anlagen zu diversifizieren. Es ist daher – wenn man von Wechselkursüberlegungen absieht – zu bezweifeln, ob der Trend der internationalen Kapitalflüsse die USA weiterhin so stark begünstigen wird wie im letzten Jahrzehnt.

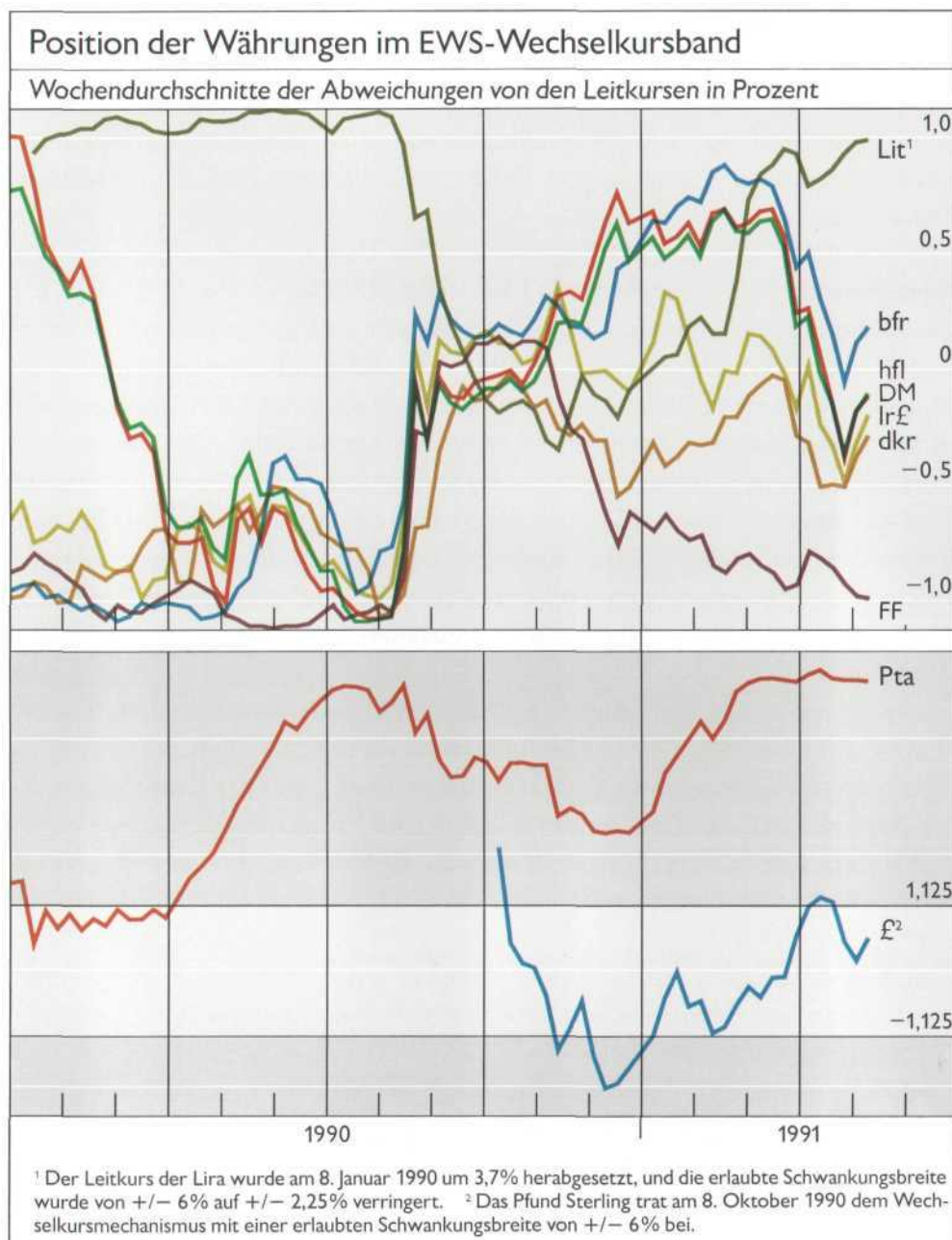
Zusammenfassend erscheint in Anbetracht dieser verschiedenen Überlegungen und Entwicklungen eine weitere Verringerung des US-Handelsbilanzdefizits durchaus wünschenswert. Das derzeitige Kursniveau des Dollars kann daher, besonders nach seiner jüngsten Erholung, als durchaus realistisch angesehen werden, auch wenn es noch etwas unterhalb der Werte liegt, wie sie Kaufkraftparitätsvergleiche nahelegen.

Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus

Anhaltende
Konvergenz

Im Berichtszeitraum wurden bei der weiteren Entwicklung des EWS und seiner Rolle bei der Förderung der wirtschaftlichen Konvergenz zwischen den Mitgliedsländern wichtige Fortschritte erzielt. Dies äußerte sich neben einer zusätzlichen Verringerung einiger wesentlicher Inflationsdifferenzen auch im weiteren Rückgang der Zinsabstände gegenüber Deutschland. Aus diesem Grund waren die durch die wachsenden Konjunkturunterschiede innerhalb der Europäischen Gemeinschaft – vor allem durch die weiterhin starke Wirtschaftsexpansion in Deutschland – ausgelösten Spannungen zwischen binnenwirtschaftlichen Erfordernissen und den sich aus dem EWS-Wechselkursverbund ergebenden Verpflichtungen wohl geringer, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Die Fortschritte im EWS manifestierten sich auch in offiziellen Maßnahmen mehrerer Regierungen zur engeren Einbindung ihrer Währungen in das EWS. Gleich zu Beginn des Berichtszeitraums, Anfang Januar 1990, unterstrichen die französischen Behörden durch Abschaffung aller verbliebenen Kapitalverkehrsbeschränkungen ihr Vertrauen in die bestehenden EWS-Paritäten. Im Mai sah sich Italien zu einem derartigen Schritt in der Lage, den auch Spanien im April dieses Jahres tat. Im Juni 1990 erklärte Belgien seine Absicht, den belgischen Franc enger an die D-Mark zu binden, wodurch die Schwankungsbreite der belgischen Währung innerhalb des ohnehin schon engen Kursbandes weiter eingeschränkt wurde, wobei jedoch das genaue Ausmaß nicht näher spezifiziert wurde. Großbritannien überraschte die Märkte Anfang Oktober mit dem Beitritt

Weitere
Stärkung und
Erweiterung der
Wechselkurs-
vereinbarungen
im EWS



des Pfundes in den EWS-Wechselkursverbund – zunächst mit einer größeren Schwankungsbreite von $\pm 6\%$. Schließlich nahmen auch die portugiesischen Währungsbehörden Veränderungen im System des festen, aber anpassungsfähigen Außenwertes des Escudo vor. Statt an den bisherigen außenhandelsgewichteten Gesamtindex wurde die Währung nunmehr an einen Index der Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus gekoppelt; außerdem sollte der Wechselkurs auf Marktbedingungen flexibler reagieren können. Außerhalb des EWS erklärten die norwegischen Währungsbehörden im Oktober ihre Absicht, die Krone mit einer Schwankungsbreite von $\pm 2,25\%$ an die Ecu zu binden. Am 17. Mai dieses Jahres gab auch Schweden seine Entscheidung bekannt, den Wert der schwedischen Krone mit einer Schwankungsbreite von nur $\pm 1,5\%$ an die Ecu zu binden.

Das Geschehen im EWS-Wechselkursmechanismus in der Berichtsperiode

Vier Phasen:	kann der Übersichtlichkeit halber relativ klar in vier Phasen unterteilt werden. Die erste, die bis August dauerte, begann Anfang Januar letzten Jahres mit der Hereinnahme der Lira in das enge Wechselkursband. Dieses Ereignis trug zusammen mit dem offensichtlich festen Entschluß der französischen Regierung, die Parität des französischen Franc nicht zu ändern, dazu bei, den zuvor bestehenden Spekulationen über größere Leitkursanpassungen ein Ende zu bereiten und eine Periode verhältnismäßiger Ruhe einzuleiten. Damit im Zusammenhang steht das typischste Merkmal dieser ersten Phase, nämlich die Rückkehr nominaler Zinssatzdifferenzen als dominierender Bestimmungsfaktor für die Richtung der internationalen Kapitalströme. Die Lira zog in der Folge rasch an und wurde innerhalb des engen Bandes die stärkste Währung; ebenso verzeichnete die Peseta nach Spaniens Liberalisierung der Kapitalimporte einen steilen Kursanstieg, so daß sie letztendlich an den oberen Rand des weiten Bandes stieß. Der daraus resultierende Abwärtsdruck auf die Zinsen war angesichts der vergleichsweise hohen Inflationsraten in Italien und Spanien nicht immer willkommen, und die Währungsbehörden – vor allem die italienischen – reagierten zeitweise mit erheblichen Interventionen. Dennoch wurden in dieser Phase auch die Zinsabstände bis zu einem gewissen Grad verringert, was jedoch die D-Mark nicht daran hinderte, sich von Januar bis April vom oberen Bereich des engen Bandes sukzessive nach unten zu bewegen und bei Ausbruch der Golfkrise sogar ihren unteren Interventionspunkt im engen Band zu berühren. Als Reaktion auf die Ansätze der französischen Währungsbehörden, die Leitzinsen zu senken, fiel der Franc gegenüber der Lira während dieser ersten Phase zeitweise auf seinen unteren Interventionspunkt.
Dominanz nominaler Zinsabstände	
Golfkrise mahnt zur Vorsicht	Erst der Ausbruch der Golfkrise Anfang August erzwang eine allgemeine Neubewertung der den Hochzinswährungen innewohnenden Wechselkursrisiken. Diese zweite Phase der Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus war durch eine plötzliche Bewegung der teilnehmenden Währungen in Richtung ihrer Leitkurse gekennzeichnet, woran sich bis Ende Oktober kaum etwas änderte. Die fortgesetzte Kursabschwächung des Dollars in dieser Phase löste angesichts der unsicheren internationalen Lage nicht wie üblich über eine Stärkung der D-Mark Spannungen innerhalb des EWS-Wechselkurssystems aus. Tatsächlich gewann der französische Franc, der im August von der Bekanntgabe günstiger französischer Inflationsdaten profitierte, zunehmend an Terrain und erreichte gegenüber der D-Mark das höchste Niveau seit drei Jahren, so daß die französischen Währungsbehörden ihre Devisenreserven aufstocken konnten.
Verschärfung der deutschen Geldpolitik führt zu Spannungen	Mit einem neuerlichen steilen Anstieg der deutschen kurzfristigen Zinsen im November und Dezember setzte dann eine dritte Phase der Entwicklungen im EWS-Wechselkursverbund ein, in der sich die D-Mark dann doch festigte und der französische Franc nachgab, womit sich der Abstand der Währungen von ihren Leitkursen wieder ausweitete. Der Franc folgte dann auch ab Ende Oktober recht gleichmäßig einem Abwärtstrend und war beständig die schwächste Währung im engen Band. Obwohl keine der beiden Währungen an ihre Grenzen stieß, kam es im Rahmen breiterer internationaler Anstrengungen, die Aufwärtsbewegungen der D-Mark gegenüber dem Dollar im Zaum zu halten, zu intramarginalen Interventionen. Der Rücktritt des sowjetischen Außenministers am 20. Dezember schwächte jedoch das Vertrauen in die D-Mark, und diese gab

Anfang 1991 die oberste Position im engen Währungsband an den belgischen Franc ab. Die Anhebung der deutschen Leitzinsen Anfang Februar löste keine größeren Spannungen aus, da gleichzeitig die deutschen langfristigen Zinsen zurückgingen und – außerhalb des EWS-Wechselkursverbunds – abgestimmte DM-Verkäufe zur Stützung des schwachen Dollars erfolgten. Auch erfuhr der französische Franc, obwohl er unverändert die unterste Position im engen Band einnahm, etwas Unterstützung aus der vorausgegangenen und nach wie vor anhaltenden Verringerung des französischen Inflationsgefälles gegenüber Deutschland.

Anfang März 1991 wurde die Lira wiederum zur stärksten Währung innerhalb des engen Bandes, womit im Verein mit dem kräftigen Kurssprung des Dollars der Beginn der vierten Phase der Entwicklungen im Wechselkursverbund während der Berichtsperiode eingeleitet wurde. Wie in der ersten wurden auch in dieser letzten Phase die nominalen Zinsdifferenzen eine wichtige Determinante für Wechselkursbewegungen, die im März die Peseta gegenüber dem französischen Franc an ihren oberen Interventionspunkt stoßen ließen. Die kräftige Dollarerholung, die Sorgen über die Entwicklung im Osten Deutschlands und die starke Verschlechterung der deutschen Leistungsbilanz trugen dazu bei, die D-Mark wieder in die Mitte des engen Kursbandes hinabzudrücken und damit jegliche Befürchtungen über eine größere Neufestlegung der Leitkurse zu zerstreuen. Auch das englische Pfund zeigte zu dieser Zeit wegen der hohen Nominalzinsen Stärke, und die Währungsbehörden nutzten wiederholt die Möglichkeit, das britische Zinsniveau behutsam nach unten zu schleusen. Jedoch trat – insbesondere für Spanien – erneut der Konflikt auf zwischen dem Zwang zu Zinssenkungen und der Notwendigkeit, im Inland die Inflation zu bekämpfen. Andererseits ließ die Nachfrageschwäche der französischen Wirtschaft steigende Zinssätze als ungeeignetes Mittel erscheinen, Spannungen im Wechselkursgefüge zu beseitigen, weshalb im März erneut auf Interventionen zurückgegriffen wurde. Mit allgemein rückläufigen Zinsen in Europa konnten dann auch die französischen Zinsen trotz der Spannungen an den Devisenmärkten leicht gesenkt werden.

Dollarstärke und erneute Dominanz nominaler Zinsdifferenzen

Goldgewinnung und Goldmarkt

Die im Berichtsjahr vielleicht erstaunlichste Entwicklung auf dem Markt für Edelmetalle war die Tatsache, daß der Goldpreis auf den Golfkonflikt, die politischen Unruhen in der Sowjetunion und die wiederkehrenden Zweifel an der Stabilität des internationalen Bankensystems nicht wesentlich reagierte. Obwohl die tägliche Preisentwicklung etwas unsteter war als in den letzten Jahren und auf dramatische Ereignisse vorübergehend reagierte, fehlte völlig jener andauernde Aufwärtsdruck auf den Preis, wie er anlässlich früherer Krisenphasen im Nahen Osten und spektakulärer Energiepreissteigerungen so typisch gewesen war. Die Notierungen lagen Ende 1990 sogar etwas niedriger als zu Jahresbeginn. Dies deutet darauf hin, daß Gold etwas von seiner Attraktivität als sichere Anlageform in Krisenzeiten eingebüßt hat, zumindest solange eine ganze Palette risikoarmer Finanzanlagen mit einer recht beachtlichen Realverzinsung offen verfügbar ist. Die fortlaufende Ausweitung des Goldangebots und die zu-

Goldpreisschwäche trotz ausgeprägter wirtschaftlicher und politischer Unwägbarkeiten

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1986	1987	1988	1989	1990
	Tonnen				
Goldgewinnung	1 300	1 385	1 555	1 685	1 735
Andere Anbieter*	400	300	260	300	350
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen (geschätzt; – = Zuwachs)	–10	95	–175	175	35
Goldausleihungen (netto)	–	70	150	50	100
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1 690	1 850	1 790	2 210	2 220
* Sowjetunion, China, Nordkorea und osteuropäische Länder.					

nehmende Neigung der Produzenten und anderer potentieller Anbieter, Gold auf den Markt zu bringen, sobald die Notierungen etwas anziehen, könnte ebenfalls zur flauen Goldpreisentwicklung beigetragen haben.

Anhaltend hohes
Angebot ...

Das Goldangebot verharrte letztes Jahr auf dem bereits 1989 erreichten hohen Niveau von mehr als 2 200 t. Die Sowjetunion und China erhöhten ihre Goldverkäufe am Markt, und auch Goldausleihungen gewannen wieder an Bedeutung. Im Unterschied zum Vorjahr trugen direkte offizielle Goldverkäufe nicht wesentlich zum Angebot bei.

... aus Berg-
werken in Nord-
amerika und
Australien ...

Die westliche Jahresförderung erhöhte sich – zum elften Mal in ununterbrochener Folge – um rund 50 t auf 1735 t. Diese fortgesetzte Ausweitung trotz Andauern der Goldpreisschwäche ergibt sich aus den langen Vorlaufzeiten für die Erschließung und Ausbeutung von Lagerstätten. Das in den frühen achtziger Jahren vorherrschende hohe Preisniveau und die Entwicklung von Verfahren zur Goldgewinnung aus minderwertigen Erzen boten den Unternehmen einen Anreiz, Minen in Nordamerika, Australien und mehreren anderen Regionen zu eröffnen. Im letzten Jahr stieg die Förderung in den Vereinigten Staaten um beinahe 11% auf 295 t, das ist etwa zehnmal so viel wie 1980. In Australien erhöhte sich die Produktion um 18% auf 241 t teilweise aus dem Bestreben heraus, vor der Einführung von Unternehmenssteuern für Goldminengesellschaften ab 1. Januar 1991 möglichst viel Gold zu fördern. Gegenüber dieser kräftigen Ausweitung andernorts fällt der Rückgang der südafrikanischen Produktion auf 605 t um so stärker auf. Auf Basis des durchschnittlichen Preises im Jahr 1990 machte ein bedeutender Teil der südafrikanischen Minengesellschaften dem Vernehmen nach Verluste.

... und östlichen
Ländern

Die Sowjetunion, die offenbar gerade im Begriff ist, von den USA als weltweit zweitgrößter Goldproduzent überholt zu werden, bietet auf dem Weltmarkt nach wie vor erhebliche Mengen an; auf Gold entfallen rund drei Viertel ihrer Exporteinnahmen (ohne Öl). Auch China hat seine Golderzeugung in den letzten Jahren wesentlich erhöht. Es existieren keine verlässlichen Informationen über das gesamte Goldangebot dieser Länder, und Schätzungen werden durch gelegentliche Swapgeschäfte und die Verwendung von Gold als Kreditsicherheit zusätzlich erschwert. Berichten zufolge soll die Sowjetunion im letzten Jahr derartige Transaktionen in erheblichem Umfang durchgeführt haben. Diese

Weltgoldgewinnung ¹								
Land	1953	1970	1980	1986	1987	1988	1989	1990
	Tonnen							
Südafrika	371	1 000	675	640	607	621	608	605
Anteil an der Weltgoldgewinnung	49,1	78,6	70,2	49,3	43,8	39,9	36,1	34,9
USA	61	54	31	118	155	201	266	295
Australien	33	20	17	75	111	157	204	241
Kanada	126	75	52	106	117	135	160	165
Brasilien	4	9	35	67	85	102	101	78
Philippinen	15	19	22	39	40	39	38	37
Papua-Neuguinea	0	1	14	36	34	37	34	34
Kolumbien	14	7	17	27	33	33	32	33
Chile	4	2	9	22	21	25	27	32
Ghana	23	22	11	12	12	12	15	17
Simbabwe	16	15	11	15	15	15	16	17
Peru	4	3	5	11	11	10	13	15
Venezuela	1	1	1	15	16	20	17	14
Indonesien	0	0	2	8	12	12	11	13
Japan	7	8	7	14	14	14	11	12
Andere Länder ¹	76	37	53	94	104	122	130	126
Weltgoldgewinnung	755	1 273	962	1 299	1 387	1 555	1 683	1 734
Nachrichtlich:	US-Dollar pro Unze (Jahresdurchschnitt)							
Goldpreis								
zu laufenden US-Dollars	35,00	35,94	614,63	368,03	446,53	436,82	381,05	383,65
zu konstanten US-Dollars ²	35,00	24,78	199,63	89,87	105,19	98,87	82,27	78,59

¹ Ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea. ² Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1953 = 100).
Quellen: Consolidated Gold Fields PLC (London); Gold Fields Mineral Services Ltd. (London).

Geschäfte ermöglichten es dem Land, seine Goldreserven zu nutzen, ohne den Kassamarkt durch Direktverkäufe zu sehr aus dem Gleichgewicht zu bringen. Insgesamt haben diese Länder 1990 über Direktverkäufe am Markt schätzungsweise 350 t – die größte Menge seit 1986 – angeboten.

In deutlichem Unterschied zum Vorjahr, als offizielle Stellen 175 t Gold abgegeben hatten, änderte sich 1990 der Gesamtwährungsgoldbestand nur wenig, wobei vereinzelt Abgaben von Währungsbehörden durch den Aufbau der Bestände der internationalen Institutionen ausgeglichen wurden. Kanada setzte die eingeschlagene Politik der Verringerung seines Währungsgoldes fort und verkaufte 42 t. Ungarn und die Tschechoslowakei griffen aus Zahlungsbilanzgründen in erheblichem Umfang auf ihre Goldreserven zurück, wobei Ungarn seine Bestände um 37 t bzw. 80% und die Tschechoslowakei die ihrigen um 34 t bzw. 30% verringerten. Andererseits stockte Brasilien seine Reserven um 50 t (54%) auf, Südafrika die seinigen um 31 t (33%).

Goldausleihungen erfuhren im letzten Jahr eine merkbliche Belebung, obwohl die Risiken bei derartigen Geschäften durch den Zusammenbruch von Drexel Burnham Lambert, einem Finanzkonzern mit erheblichen Goldverbindlichkeiten, deutlich wurden. Die Verzinsung von Goldausleihungen erreichte

Geringe Veränderung des gesamten Währungsgoldbestands ...

... aber gestiegene Goldausleihungen



zeitweise Rekordwerte von über 3%, was wohl als Antwort auf die erhöhte Risikoeinschätzung infolge dieses Konkurses gewertet werden kann und auch eine pessimistischere Einschätzung der zukünftigen Goldpreisentwicklung widerspiegeln dürfte. Insgesamt wird die Goldmenge, die durch Goldausleihungen netto neu auf den Markt gelangte, ohne dadurch die gemeldeten Währungsgoldbestände zu verringern, schätzungsweise rund 100 t betragen haben.

Die Nachfrage nach Gold wurde durch die in mehreren großen Ländern einsetzende Rezession gedämpft. Sobald aber die Preise stärker fielen, erwarben die Schmuckerzeuger trotz umfangreicher Käufe in den Vorjahren und einer zu erwartenden rückläufigen Endverbrauchernachfrage dennoch weiterhin Gold. Im Nahen Osten wurden Käufe durch die Ausweitung des staatlich geförderten Goldhandels in der Türkei angeregt. In Indien führte die Lockerung der Beschränkungen bei Goldimporten dazu, daß die aufgestaute Nachfrage wirksam werden konnte. Im Fernen Osten wurde die leichte Erhöhung der japanischen Goldimporte durch den Rückgang der taiwanesischen Einfuhren mehr als ausgeglichen. Japan erwarb über 300 t (ohne Münzen) gegenüber 284 t im Jahr 1989. Davon entfielen 60 t bis 70 t auf Käufe des Staates für die Prägung einer Gedenkmünze. Andererseits fielen die taiwanesischen Importe auf 104 t gegenüber 160 t 1989 und 355 t 1988.

Wenngleich der Goldpreis auf Dollarbasis über die gesamte Berichtsperiode betrachtet lediglich einen leichten Rückgang verzeichnete, unterlag er doch innerhalb dieses Zeitraums recht starken Schwankungen. Gestützt durch eine robuste Nachfrage aus dem Fernen Osten, einiges Kaufinteresse von seiten institutioneller Anleger in Europa und verringerte Terminverkäufe durch die

Nachfrage der Schmuckindustrie bleibt kräftig trotz einsetzender Rezession

Abwärtsbewegung des Goldpreises unter starken Schwankungen

Minengesellschaften, tendierte der Goldpreis in den ersten Monaten 1990 ziemlich fest und erreichte Anfang Februar einen Höchststand von über \$ 420 je Feinunze. Am 23. März lösten jedoch massive Verkäufe aus dem Nahen Osten den stärksten Tagesrückgang des Goldpreises seit Juli 1984 aus, was für die nächsten Monate die Möglichkeit eines weiteren Preisverfalls andeutet. Die Notierungen bewegten sich dann bis Mitte Juni innerhalb einer Spanne zwischen \$ 355 und \$ 380, rutschten jedoch in der Folge, ausgelöst durch Berichte über weitere massive Verkäufe aus dem Nahen Osten, vorübergehend unter \$ 350. Größere Produzentenländer ließen vernehmen, daß sie zu diesem Zeitpunkt Stützkäufe getätigt hätten, wodurch möglicherweise ein dramatischerer Preisverfall verhindert wurde; dennoch sank der Goldpreis in Dollar gerechnet auf den niedrigsten Wert seit vier Jahren, die Notierungen in Schweizer Franken und Yen sogar auf den niedrigsten Wert in elf Jahren. Der Preis kletterte dann am Tag der irakischen Invasion in Kuwait zurück auf \$ 380; dieses Ereignis führte schließlich zu einem starken, wenngleich nur vorübergehenden Anstieg auf über \$ 415. Trotz der allgemeinen Unsicherheit, des vorübergehenden Ölpreisschubs und der Gefahr einer Inflationsbeschleunigung tendierte der Goldpreis danach unter häufigen und starken Schwankungen bis Winteranfang nach unten. Die Aussicht auf einen Krieg am Golf ließ dann den Preis nach oben schnellen, so daß die Notierungen unmittelbar vor Ausbruch der kriegerischen Handlungen die Marke von \$ 400 übersprungen hatten. Als Reaktion auf Anzeichen einer kurzen Dauer des Konflikts fiel der Preis jedoch in den darauffolgenden zwei Wochen wieder unter \$ 370 zurück und bewegte sich bis Mitte Mai zwischen \$ 350 und \$ 370.

Internationale Liquidität

Im Jahr 1990 erhöhten sich die internationalen Währungsreserven (ohne Gold), zu laufenden US-Dollar-Werten gerechnet, um 15% auf \$ 916 Mrd. und damit etwas stärker als der Welthandel. Ein großer Teil des Gesamtwachses in Höhe von \$ 123 Mrd. ging jedoch auf Wechselkurseffekte zurück. Die D-Mark, der japanische Yen und einige andere als Devisenreserven verwendete Währungen werteten sich gegenüber dem US-Dollar merklich auf, wodurch der Dollargegenwert der in diesen Währungen gehaltenen offiziellen Reserven anstieg. Aber selbst nach Ausschaltung der Wechselkurseffekte überzeichnet der verbleibende 11prozentige Anstieg noch immer die Ausweitung der internationalen Liquidität, da der reale Wertverlust des Dollars unberücksichtigt bleibt. Bewertet auf der Basis eines Währungskorbs – der Sonderziehungsrechte (SZR) – stiegen die gesamten Währungsreserven (ohne Gold) lediglich um 6,7% gegenüber fast 9% im Jahr 1989.

Der Dollargegenwert der Währungsgoldbestände fiel von Ende 1989 bis Ende 1990 um fast 3%. Der Rückgang war jedoch beinahe ausschließlich auf den Goldpreisrückgang in diesem Zeitraum zurückzuführen, denn volumensmäßig veränderten sich die Goldbestände kaum.

Vier Haupttendenzen prägten das Wachstum der Währungsreserven im vergangenen Jahr. Zunächst wiesen die Währungsreserven der USA, die 1989 deutlich um beinahe \$ 27 Mrd. gestiegen waren, aufgrund des über weite

Weltwährungsreserven wuchsen etwas schneller als der Welthandel

Verhaltenes Reservenwachstum in den USA ...

Veränderung der Weltwährungsreserven							
Region/Jahr	Gold		Devisen	Reserve- positionen beim IWF	SZR	Offi- zielle Ecu	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten ¹					
Zehnergruppe							
1988	-1,9	-56,9	19,5	-2,9	0,4	-15,3	1,7
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	- 0,7	55,4
Stand Ende 1990	727,5	284,5	347,6	25,0	22,6	52,9	448,1
Übrige Industrieländer							
1988	-4,2	- 7,8	11,1	0,2	-0,1	2,7	13,9
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,9	-0,1	-	1,3	32,1
Stand Ende 1990	77,2	30,2	134,1	3,5	2,6	9,8	150,0
Osteuropäische Länder ²							
1988	0,1	- 0,6	3,4	-	-	-	3,4
1989	0,5	0,1	2,2	-	0,1	-	2,3
1990	-2,3	- 1,0	-5,0	-	-0,1	-	- 5,1
Stand Ende 1990	7,4	2,9	22,4	-	-	-	22,4
Junge Industrieländer ³							
1988	5,8	1,8	7,8	-	-	-	7,8
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
Stand Ende 1990	13,9	5,4	114,5	0,4	0,1	-	115,0
Entwicklungsländer							
1988	0,8	- 8,6	-9,1	-3,9	-1,9	-	-14,9
1989	-2,0	- 1,8	11,1	-4,2	0,1	-	7,0
1990	0,8	- 0,9	36,5	-2,5	0,2	-	34,2
Stand Ende 1990	114,3	44,7	171,4	4,9	3,7	-	180,0
darunter: Hauptschuldner- länder ⁴							
1988	1,0	- 2,1	-5,7	-0,7	-1,0	-	- 7,4
1989	-1,9	- 1,1	3,4	-	-0,1	-	3,3
1990	2,0	0,5	15,1	-	0,3	-	15,4
Stand Ende 1990	33,7	13,2	46,6	0,1	0,9	-	47,6
Nahost-Ölexport- länder ⁵							
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	- 7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,3	-	- 2,0
1990	-0,1	- 0,3	-1,4	-1,9	-0,3	-	- 3,6
Stand Ende 1990	22,7	8,9	35,4	3,8	1,3	-	40,5
Insgesamt							
1988	0,6	-72,1	32,7	-6,6	-1,6	-12,6	11,9
1989	-5,3	-10,8	51,0	-4,6	-0,2	- 0,9	45,3
1990	-2,2	-10,3	119,9	0,3	2,0	0,6	122,8
Stand Ende 1990	940,3	367,7	790,0	33,8	29,0	62,7	915,5

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Bulgarien, Jugoslawien, Polen, Rumänien, Sowjetunion, Ungarn und Tschechoslowakei; die Zahlen für Bulgarien und die Sowjetunion beziehen sich nur auf Einlagen bei den der BIZ berichtenden Banken. ³ Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁴ Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Côte d'Ivoire, Ecuador, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela. ⁵ Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate.

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Bulgarien, Jugoslawien, Polen, Rumänien, Sowjetunion, Ungarn und Tschechoslowakei; die Zahlen für Bulgarien und die Sowjetunion beziehen sich nur auf Einlagen bei den der BIZ berichtenden Banken. ³ Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁴ Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Côte d'Ivoire, Ecuador, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela. ⁵ Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate.

Strecken des Jahres schwachen Dollars lediglich einen Zuwachs von \$ 9 Mrd. auf. Abgesehen von einigen Devisenkäufen in den ersten Monaten von 1990, als der Dollar vor allem gegenüber dem Yen übermäßig stark war, ging dieser Anstieg vornehmlich auf Wechselkurseffekte und Zuflüsse aus Zinserträgen zurück.

Zweitens tätigten die beiden anderen Hauptreservewährungsländer Deutschland und Japan im letzten Jahr trotz der deutlichen Abwertungstendenz des Dollars ab dem Frühjahr keine Dollarkäufe. Im Gegenteil, Japan intervenierte im ersten Quartal massiv zur Stützung des Yen und hatte trotz einer gewissen Wiederaufstockung seiner Dollarguthaben im späteren Jahresverlauf – großteils durch Zinserträge – bis zum Jahresende \$ 5,5 Mrd. weniger an Währungsreserven als ein Jahr zuvor. 1989 war der Rückgang mit fast \$ 13 Mrd. sogar noch deutlicher gewesen. Die deutschen Währungsreserven stiegen um \$ 7 Mrd., da Zinseinnahmen auf Auslandsanlagen und andere offizielle Dollareinnahmen in Anbetracht der Lage auf den Devisenmärkten großteils in die Reserven genommen wurden.

... weiterer Rückgang in Japan ...

... und nur geringe Zunahme in Deutschland

Eine dritte Entwicklung war die kräftige Zunahme der Währungsreserven sowohl bei den im EWS-Wechselkursverbund zusammengeschlossenen als auch bei anderen Ländern mit festen Wechselkurszielen, insbesondere jenen, die kürzlich Devisenkontrollen abschafften. Innerhalb des EWS-Wechselkursverbunds wies Italien mit beinahe \$ 16 Mrd. (34%) den größten absoluten Reservenzuwachs aller Länder überhaupt auf. Diese massiven Reservengewinne hatten ihre Ursache in umfangreichen Devisenkäufen, mit denen dem Aufwertungsdruck auf die Lira begegnet werden sollte, der durch den erheblichen Kapitalzufluß nach der Beseitigung aller verbliebenen Devisenkontrollen im Frühjahr entstanden war. In ähnlicher Weise nutzten die französischen Währungsbehörden die zeitweilige Stärke des französischen Franc gegenüber der D-Mark zur Aufstockung ihrer Devisenreserven um \$ 12 Mrd. bzw. fast 50%. Spanien profitierte von erheblichen Zuflüssen langfristigen Kapitals, die das Leistungsbilanzdefizit in Höhe von \$ 16 Mrd. mehr als ausglich, und mußte ebenfalls durch Ankauf ausländischer Währungen auf den Devisenmärkten intervenieren, um den Aufwertungsdruck auf die Peseta in Grenzen zu halten; seine Währungsreserven stiegen um fast \$ 10 Mrd. (23%). Dänemark stockte seine Reserven um \$ 4 Mrd. (66%) auf.

Erheblicher Reservenzuwachs bei den übrigen Industrieländern ...

Was die Entwicklung außerhalb des EWS-Wechselkursverbunds angeht, so baute Schweden seine Reserven um \$ 8 Mrd. oder fast 90% auf. Dieser erhebliche Zuwachs erfolgte trotz einer weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz und war in umfangreichen Kapitalzuflüssen aufgrund eines deutlichen Zinsvorsprungs der Krone begründet. Auch in Finnland herrschten ähnliche Verhältnisse, so daß die Währungsreserven des Landes um \$ 4,5 Mrd. bzw. 88% zunahmen.

Das starke Wachstum der internationalen Liquidität jener Industrieländer, deren Währungen nicht in größerem Umfang als Devisenreserven verwendet werden, entsprach einem längerfristigen Trend. Die meisten dieser Länder versuchen, starke Wechselkursschwankungen ihrer Währungen zu vermeiden, da derartige Bewegungen die Preissignale erheblich verzerren, die Inflation anheizen und neue Investitionen durch die hervorgerufenen Unsicherheiten hemmen können. Zudem hat die Beseitigung der Devisenkontrollen mehr Raum für

... und dessen Ursachen

Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern ¹				
Land/Ländergruppe	Veränderung			Stand Ende 1990
	1988	1989	1990	
	Milliarden US-Dollar			
Industrieländer	15,6	30,6	87,5	598,1
USA	2,0	26,8	8,7	72,3
Übrige Länder der Zehnergruppe	– 0,3	– 3,5	46,7	375,8
Japan	15,8	–12,8	–5,5	78,5
Deutschland	–20,3	2,4	6,8	67,5
Italien	4,5	12,1	15,9	62,7
Frankreich	– 7,6	– 0,7	12,1	36,7
Großbritannien	2,4	– 9,3	1,1	35,9
Schweiz	– 3,3	1,0	3,9	29,2
Schweden	0,3	1,1	8,4	18,0
Kanada	8,1	0,7	1,8	17,8
Niederlande	0,1	0,5	0,9	17,4
Belgien	– 0,3	1,5	1,3	12,1
Übrige Industrieländer	13,9	7,3	32,1	150,0
darunter: Spanien	6,4	4,4	9,7	51,1
Portugal	1,8	4,9	4,5	14,4
Dänemark	0,7	– 4,4	4,2	10,6
Finnland	–	– 1,3	4,5	9,6
Osteuropäische Länder ²	3,4	2,3	–5,1	22,4
darunter: Sowjetunion	1,2	– 0,7	–6,0	8,7
Polen	0,6	0,3	2,2	4,5
Junge Industrieländer ²	7,8	5,4	6,2	115,0
darunter: Singapur	1,8	3,3	7,4	27,7
Entwicklungsländer	–14,9	7,0	34,2	180,0
darunter: China	2,2	– 0,6	11,6	29,6
Thailand	2,1	3,4	3,8	13,3
Saudi-Arabien	– 2,1	– 3,8	–5,1	11,7
Malaysia	– 0,9	1,3	2,7	10,5
Mexiko	– 7,2	1,1	3,5	9,9
Venezuela	– 2,9	1,0	4,2	8,3
Indonesien	– 0,5	0,4	2,0	7,5
Libyen	– 1,5	–	1,5	5,8
Argentinien	1,7	– 1,9	3,2	4,7
Nigeria	– 0,5	1,1	2,1	3,9
Marokko	0,1	– 0,1	1,6	2,1
Indien	– 1,6	– 1,0	–2,3	1,5
Insgesamt	11,9	45,3	122,8	915,5

¹ Einschl. Guthaben in offizieller Ecu.
 ² Zur Definition der Ländergruppen s. vorherige Tabelle.

¹ Einschl. Guthaben in offizieller Ecu. ² Zur Definition der Ländergruppen s. vorherige Tabelle.

plötzliche große Kapitalbewegungen geschaffen. Entsprechend haben in diesen Ländern die Währungsreserven tendenziell rascher zugenommen als in den Ländern der Hauptreservewährungen, und der Anteil der „übrigen Industrieländer“ an den Weltdevisenreserven von 11% im Jahr 1980 stieg auf 17% im letzten Jahr.

Außerhalb Europas erhöhten sich die zusammengefaßten Währungsreserven (ohne Gold) der jungen Industrieländer des westlichen pazifischen Raums im letzten Jahr um \$ 6,2 Mrd. auf \$ 115 Mrd. Dabei überstieg der Reservenzuwachs Singapurs, der durch erhebliche Kapitalzuflüsse und einen Leistungsbilanzüberschuß in Höhe von \$ 2 Mrd. zu erklären war, mit \$ 7,4 Mrd. (36%) den Gesamtzuwachs dieser Länder. In Taiwan wogen die Kapitalabflüsse den Leistungsbilanzüberschuß in Höhe von \$ 11 Mrd. mehr als auf, so daß die Währungsreserven um \$ 0,8 Mrd. bzw. 1% abnahmen.

Eine vierte, recht erfreuliche Entwicklung bestand darin, daß den Entwicklungsländern – ganz im Gegensatz zu den letzten Jahren, als ihre Währungsreserven weit langsamer gewachsen waren als die der anderen Ländergruppen – eine erhebliche Aufstockung ihrer internationalen Liquidität gelang. Mit 23% bzw. \$ 34 Mrd. lag das nominale Wachstum 1990 deutlich über dem der Weltwährungsreserven. Allerdings bestanden zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede. Besonders ins Auge fällt der Unterschied zwischen den beiden bevölkerungsreichsten Ländern der Erde: China und Indien. Restriktive makroökonomische Maßnahmen und strenge Importbeschränkungen ermöglichten in China einen erheblichen Handelsbilanzüberschuß, so daß die Währungsreserven des Landes um beinahe \$ 12 Mrd. bzw. 65% zunahmen. Im Gegensatz dazu weitete sich das Leistungsbilanzdefizit Indiens vor allem wegen des höheren Ölpreises und geringerer Überweisungen von in der Golfregion Beschäftigten aus. Angesichts unzureichender Kapitalzuflüsse aus dem Ausland verringerten sich die Nichtgoldreserven des Landes um 60% auf nur noch \$ 1,5 Mrd., was einem Importgegenwert von kaum mehr als zwei Wochen entspricht.

Hohe Energiepreise ermöglichten mehreren ölexportierenden Ländern eine starke Anreicherung ihrer Währungsreserven. Venezuela und Nigeria verdoppelten ihre Reservebestände, Indonesien und Malaysia erhöhten die ihrigen um über ein Drittel. Die Aufstockung der internationalen Reserven durch Venezuela und Nigeria war auch eine Hauptursache für die kräftige Zunahme der Gesamtreserven der hochverschuldeten Länder, die um rund 50% wuchsen. Mexiko profitierte nicht nur vom höheren Ölpreis, sondern auch von Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie der Rückkehr von Fluchtkapital, so daß die Währungsreserven des Landes um 55% anstiegen. Auch eine Reihe ölimportierender Länder konnte ihre offiziellen Reserveaktiva im letzten Jahr aufstocken. Thailand fügte seinen Reserven fast \$ 4 Mrd. hinzu, da die erheblichen Zuflüsse privaten Kapitals das Leistungsbilanzdefizit mehr als ausglich. Argentinien konnte durch eine massive Abwertung und das Festhalten an Importbeschränkungen sein Handelsbilanzplus weiter erhöhen und stockte seine Währungsreserven auf mehr als das Dreifache (\$ 4,7 Mrd.) auf.

Aufgrund des Golfkonflikts mußten mehrere Länder des Nahen Ostens 1990 in erheblichem Ausmaß auf ihre Währungsreserven zurückgreifen, so daß die Reserven der Nahostölexportländer insgesamt um 8% auf \$ 41 Mrd. abnahmen. Saudi-Arabien's Nichtgoldreserven sanken um \$ 5 Mrd. bzw. 30%.

Ebenso nahmen auch die Länder Osteuropas 1990 ihre internationalen Reserven in Anspruch. Der Rückgang um beinahe ein Fünftel war Ausdruck des dringenden Bedarfs an Devisen zur Importfinanzierung und der

Starkes Reservenwachstum in einigen Entwicklungsländern ...

... namentlich in China ...

... und in mehreren Öl-exportländern ...

... außer im Nahen Osten

Osteuropäische
Länder griffen
in hohem Um-
fang auf ihre
Reserven zurück

zunehmenden Schwierigkeiten, ausländisches Privatkapital anzuziehen. Die Einlagen der Sowjetunion bei den der BIZ berichtenden Banken schmolzen um über 40% auf \$ 8,7 Mrd. Rumänien und die Tschechoslowakei bauten ihre Nichtgoldwährungsreserven je um rund \$ 1 Mrd. ab, was Rückgängen von 62% bzw. 49% entsprach. Außerdem griffen die Tschechoslowakei wie auch Ungarn massiv auf ihre offiziellen Goldbestände zurück. Polen andererseits, das einen deutlichen Handelsbilanzüberschuß in konvertibler Währung erzielte, gleichzeitig aber die Zinsrückstände gegenüber seinen Gläubigern weiter anwachsen ließ, konnte seine Nichtgoldreserven fast verdoppeln, nämlich auf \$ 4,5 Mrd.

Die Zusammensetzung der internationalen Währungsreserven erfuhr im vergangenen Jahr weitere Verschiebungen, indem die Devisenbestände schneller wuchsen als andere Komponenten. Die in dieser Form gehaltenen Reserven nahmen um 18% auf \$ 790 Mrd. zu, so daß der Anteil der Devisen an den gesamten internationalen Reserven (ohne Gold) auf 86% – den höchsten Wert der letzten zehn Jahre – kletterte. Wechselkurseffekte waren für einen wesentlichen Teil des zu laufenden Dollarwerten ermittelten Anstiegs verantwortlich. Zu konstanten Wechselkursen gerechnet belief sich der Zuwachs bei den Devisenreserven auf \$ 87 Mrd. bzw. 12%.

Weiterer
Rückgang der
IWF-Positionen

Die zusammengefaßte Reserveposition gegenüber dem IWF, die seit zwei Jahren zurückgegangen war, stabilisierte sich zu laufenden Dollarkursen gerechnet. In SZR ausgedrückt ging sie jedoch um beinahe 7% zurück, was auf weitere Nettokreditrückzahlungen jener Länder zurückzuführen ist, die Fondsmittel in den Jahren nach Ausbruch der Schuldenkrise in Anspruch genommen hatten. Bei den Entwicklungsländern waren die größten Rückgänge in der Reserveposition im Fall von Indien (SZR 0,5 Mrd.) und Saudi-Arabien (SZR 1,6 Mrd.) zu verzeichnen. Die Reserveposition der Industrieländer als Ganzes erhöhte sich nur um SZR 0,4 Mrd., da die Erhöhung der japanischen Reserveposition um SZR 1,5 Mrd. großteils durch Rückgänge bei anderen Ländern kompensiert wurde. Am Jahresende machten die Reservepositionen gegenüber dem IWF weniger als 4% der Weltwährungsreserven (ohne Gold) aus.

Zentrale Rolle
des IWF bei
der Zuführung
von Kapital
an bedürftige
Länder

Dieser geringe Anteil der IWF-Reservepositionen an den gesamten offiziellen Reserven gibt die wichtige Rolle des Fonds bei der Linderung internationaler Liquiditätsanspannungen nur unzureichend wieder. Erstens kommen alle Länder einschließlich der ärmsten in den Genuß höherer IWF-Reservepositionen, falls die Quoten im Anschluß an eine der regelmäßigen Überprüfungen erhöht werden. Solche Positionen entstehen anläßlich von Kreditauszahlungen des IWF an Länder mit Zahlungsbilanzproblemen, während sonst Reservepositionen hauptsächlich an Länder mit ohnehin reichlicher Liquidität fließen. Da außerdem die Gewährung eines IWF-Kredits allgemein als Bestätigung der makroökonomischen und strukturellen Anpassungsstrategie eines Landes angesehen wird, ziehen IWF-Kredite oft private Kapitalzuflüsse nach sich, oder sie eröffnen den Weg für Schuldenerleichterungen. Aus diesem Grund ist der Einfluß des Fonds auf die Liquidität von Ländern, die an einer Knappheit internationaler Reserven leiden, sowie auf die Gestaltung makroökonomischer und struktureller Anpassungsprogramme recht erheblich.

Tatsächlich hat 1990 und Anfang 1991 eine große Zahl von Entwicklungs- und osteuropäischen Ländern Abkommen mit dem Fonds ausgehandelt. Bis

Ende März dieses Jahres hatte der IWF über \$ 18 Mrd. an Mitteln zur Unterstützung seiner Mitglieder bei deren Anpassungsanstrengungen vergeben; \$ 9 Mrd. davon waren noch nicht in Anspruch genommen worden. Einige der vom Fonds unterstützten Programme entstanden im Zusammenhang mit der Brady-Initiative zur Schulden- und Schuldendienstverringerung, andere sollten die durch die Folgen der irakischen Invasion in Kuwait betroffenen Länder bei der Bewältigung der daraus resultierenden Probleme unterstützen. Der Fonds und die Weltbank spielen seit kurzem auch eine aktive Rolle bei der Unterstützung des Übergangsprozesses in den Ländern Osteuropas und bei ihrer Einbindung in das Welthandelssystem. Da diese Länder ihre Währungsreserven erheblich werden aufstocken müssen, um ihre Währungen konvertibel zu machen und um die derzeit bestehenden Handelsbeschränkungen zu lockern bzw. letztendlich gänzlich abzuschaffen, zielen viele der von den Bretton-Woods-Institutionen initiierten multilateralen Programme auf eine Erhöhung der Währungsreserven.

Damit der IWF auch in Zukunft in der Lage ist, Ländern Liquiditätshilfen zu gewähren, kam der Gouverneursrat des Fonds im Juni letzten Jahres überein, daß die Fondsquoten um 50% erhöht werden sollten. Zum Inkrafttreten der Quotenerhöhung bedarf es ihrer Ratifizierung durch die gewichtete Mehrheit der Mitglieder des Fonds. Um die Möglichkeiten des IWF zu verbessern, steigenden Zahlungsrückständen zu begegnen, wird derzeit außerdem an einer Änderung des IWF-Übereinkommens gearbeitet, durch die einem Mitglied das Stimmrecht vorübergehend entzogen werden kann, wenn es seinen Verpflichtungen nicht nachkommt.

Neunte IWF-
Quotenerhöhung

US-Leistungsbilanz und geschätzte Veränderungen der Devisenreserven (bereinigt um Wechselkurseffekte ¹)					
Position	1986	1987	1988	1989	1990
	Milliarden US-Dollar				
US-Leistungsbilanz	145,4	162,3	128,9	110,0	99,3
Veränderung der US-Währungsreserven (ohne Gold)	— 0,3	—10,3	4,6	27,0	2,3
darunter:					
Devisenreserven	1,0	— 8,6	5,7	26,9	2,8
Veränderung der Devisenreserven anderer Länder	27,4	150,9	43,9	26,7	84,2
Identifizierte in den USA gehaltene offizielle Dollaraktiva	35,1	54,8	40,1	—4,4	29,4
Bei Banken außerhalb der USA gehaltene Dollarreserven ²	— 0,6	16,9	—10,2	5,6	7,1
Nicht aufteilbare Dollarreserven	14,4	26,4	—16,9	3,1	2,0
Devisenreserven in anderen Währungen ³	—21,5	52,8	30,9	22,4	45,7

¹ Veränderungen zu konstanten Wechselkursen am Periodenende. ² Einlagen von Währungsinstitutionen bei an die BIZ berichtenden Eurobanken. Einschl. aller Einlagen Chinas, Bulgariens und der Sowjetunion bei diesen Banken. ³ Schätzungen auf der Basis von IWF- und eigenen Quellen.

Die weltweiten Bestände an SZR erhöhten sich im letzten Jahr um \$ 2 Mrd. bzw. 7%; diese Veränderung ging jedoch ausschließlich auf Wechselkurseinflüsse zurück. Der Nennwert der Bestände in SZR veränderte sich praktisch nicht. Ebenfalls aufgrund von Bewertungseffekten stiegen die offiziellen Ecu-Bestände um \$ 0,6 Mrd. bzw. 1%. In Ecu gerechnet ging der Bestand um fast 9% zurück.

Weitere
Abnahme des
Dollaranteils
an den offiziellen
Reserven

Die Anlagestruktur der Währungsreserven weist 1990 drei erwähnenswerte Merkmale auf. Erstens fiel der starke Anstieg der Nichtdollarreserven auf, der über die Hälfte des Zuwachses der offiziellen Devisenreserven ausmachte. Die Ursache war nicht so sehr der Aufbau von Reserven durch die USA, die ihre Devisenbestände definitionsgemäß in anderen Währungen als dem Dollar halten, sondern eher die Bemühungen der europäischen Währungsbehörden, die innereuropäischen Wechselkursschwankungen in engen Grenzen zu halten. Dementsprechend bauten sie ihre Forderungen schwerpunktmäßig in Währungen des EWS-Wechselkursverbunds auf, überwiegend in D-Mark, aber zunehmend auch in privater Ecu, deren Markt in den letzten Jahren deutlich liquider und effizienter geworden ist (s. Kapitel VI). Der Anteil des Dollars an den gesamten Devisenreserven von \$ 790 Mrd. fiel von 59% auf 55%. Die Anteile der D-Mark und des Yen erhöhten sich je um rund 1,5 Prozentpunkte auf 21% bzw. 10%. Die Guthaben offizieller Stellen in privater Ecu schnellten um 80% auf fast \$ 37 Mrd. in die Höhe, wodurch ihr Anteil an den Weltdevisenreserven von 3% auf fast 5% zunahm.

Dollarreserven
zunehmend
in den USA
gehalten

Ein zweites Merkmal war das Ausmaß, in dem die Währungsbehörden ihre Reservenzuwächse direkt in den USA anlegten. Da Währungsreserven mitunter zunächst bei ausländischen Banken und Wertpapierhäusern angelegt werden, bevor sie letztendlich die USA erreichen, läßt die amerikanische Leistungsbilanzstatistik nicht immer in vollem Umfang erkennen, in welchem Ausmaß das Leistungsbilanzdefizit aus offiziellen Währungsreserveanlagen in US-Dollar finanziert wurde. Letztes Jahr wurden über drei Viertel des Gesamtanstiegs der Dollardevisenreserven in Höhe von fast \$ 40 Mrd. direkt in den USA angelegt, wogegen 1989 die derart identifizierten, in den USA gehaltenen Dollardevisenreserven etwas zurückgegangen waren.

Schließlich ist die Präferenz der Währungsbehörden für längerfristige Aktiva bei Anlagen in den USA erwähnenswert. 1990 investierten Währungsbehörden \$ 24 Mrd. in marktfähige US-Schatzanleihen und -anweisungen, jedoch nur \$ 1,5 Mrd. in US-Schatzwechsel und -schuldbriefe. Da die ausländischen privaten Anleger ihre Bestände an langfristigen US-Staatspapieren letztes Jahr verringerten, entfiel auf die Währungsbehörden mehr als der gesamte Anstieg des in ausländischen Portefeuilles befindlichen Bestands an US-Schatzanleihen und -anweisungen.

Abnahme der
Devisenreserven
der Zehner-
gruppe im ersten
Quartal

Im ersten Quartal 1991 nahmen die Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe, zu laufenden Dollarwerten gerechnet, um \$ 28 Mrd. ab. Der größte Teil dieser Abnahme war Wechselkurseffekten als Folge der Höherbewertung des US-Dollars zuzuschreiben. Bereinigt um diese Wechselkurseinflüsse verringerten sich die Nichtgoldreserven um weniger als \$ 4 Mrd., wobei die gesamten offiziellen Devisenreserven per saldo um \$ 7 Mrd. sanken. Obwohl die Währungsbehörden auf beiden Seiten des Marktes intervenierten (s. die Seiten 193/194), verkauften sie per saldo Dollars, da sie ab Mitte Februar

bemüht waren, den raschen Anstieg des Außenwerts der US-Währung zu bremsen. In Deutschland, dessen Währung in den ersten drei Monaten dieses Jahres gegenüber dem Dollar 13% an Wert verlor, gingen die Devisenreserven, zu konstanten Wechselkursen gerechnet, um \$ 6,5 Mrd. zurück. In ähnlicher Weise verringerte Japan, dessen Währung im selben Zeitraum um rund 4% gegenüber dem Dollar zurückging, seine Devisenreserven um \$ 6,3 Mrd. Auf der anderen Seite verzeichneten die USA eine nur geringe reale Zunahme ihrer Devisenreserven. Für mehrere europäische Länder war das Geschehen im EWS-Wechselkursmechanismus der Hauptbestimmungsgrund ihrer Reserveentwicklung. Die Lira bewegte sich auf das obere Ende des engen Kursbandes zu, wobei die italienischen Währungsbehörden ihre Devisenbestände um mehr als \$ 4 Mrd. erhöhten. Großteils als Ergebnis der ersten Ecu-Anleiheemission reicherte Großbritannien seine Devisenreserven um \$ 3,6 Mrd. an. Andererseits hielt sich der französische Franc die meiste Zeit über am unteren Ende des engen Bandes auf, und die Währungsbehörden griffen in bescheidenem Umfang auf die Devisenreserven zurück, die sie im vergangenen Jahr angehäuft hatten.

IX. 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 Länder der Zehnergruppe sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllte sie weiterhin den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe vom August 1964, die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Überschüsse und Defizite dieser Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer dieser Gruppe sowie die Arbeitsgruppe 3 der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) entsprechend zu informieren.

Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankgouverneure der Zehnergruppe organisierte die Bank nach wie vor periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten zu einer Reihe von Themen. Die Bank stellte auch weiterhin das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten fort. Insbesondere erörterte er die Bedeutung der Entwicklungen an bestimmten Anlagemärkten für die internationalen Finanzmärkte und die Rolle der internationalen Bankkredite beim Übergangsprozeß in Osteuropa. Eine vom Ausschuß eingesetzte Arbeitsgruppe untersuchte ferner die grundlegenden Fragen, die sich für die Zentralbankpolitik aus dem Wandel der Finanzmarktstrukturen ergeben. Die Bank war auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung von Daten über die Entwicklung an den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten befaßt.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht blieb ein wichtiges Forum der Zusammenarbeit auf dem Gebiet der internationalen Bankenaufsicht. Er setzte seine Überwachung der Durchführung der Vereinbarung über die internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und -anforderungen, die von den Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe im Juli 1988 gebilligt worden war, fort und gab im Februar 1991 ein Diskussionspapier heraus, das eine verfeinerte Definition der allgemeinen Wertberichtigungen, die der Eigenkapitalbasis zugerechnet werden dürfen, vorschlug. Es wurde an der Schaffung eines bankaufsichtlichen Meßverfahrens für die Marktrisiken weitergearbeitet; was das

Positionsrisiko der gehandelten Wertpapiere betrifft, wurde die Arbeit gemeinsam mit den Aufsichtsbehörden durchgeführt, die für Wertpapierhändler zuständig sind. Im Januar 1991 wurden Richtlinien für die Messung und Kontrolle von Großkrediten an Bankenaufsichtsbehörden in der ganzen Welt versandt. Im Oktober 1990 fand in Frankfurt die 6. Internationale Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden statt, deren Teilnehmer die laufenden Arbeiten auf diesen und auf anderen Gebieten billigten. Der Ausschuß hielt ferner gemeinsame Sitzungen mit Vertretern von Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe ab, auf denen beschlossen wurde, Grundsätze für die Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten zu erarbeiten. Auf diesen Sitzungen wurden zudem Vorschläge gebilligt, Hindernisse beim Informationsaustausch für aufsichtliche Zwecke abzubauen.

Aufgrund eines im Juli 1990 von den Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe gefaßten Beschlusses erarbeitete die Bank ein Verfahren zur Koordinierung der technischen Unterstützung für die Zentralbanken der osteuropäischen Länder. Dieses Verfahren sieht namentlich einen regelmäßigen Informationsaustausch vor, der für diese Institutionen und für die internationalen Organisationen, die technische Hilfe leisten, von Interesse ist, sowie Zusammenkünfte von Vertretern der betreffenden Zentralbanken. Diese neue Aufgabe hat die Bank veranlaßt, eine besondere Dienststelle zu schaffen, die für die Beziehungen zu den Zentralbanken der osteuropäischen Länder und zu internationalen Organisationen allgemein zuständig ist.

Der Ad-hoc-Ausschuß für Interbank-Netting-Systeme, der sich aus hochrangigen Vertretern der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe unter dem Vorsitz des Generaldirektors der BIZ zusammensetzte, schloß seine Arbeit im Laufe des Jahres ab. Der Bericht des Ausschusses wurde von der Bank im November veröffentlicht. In einem gleichzeitig herausgegebenen Pressecommuniqué erklärten die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe, sie seien sich einig, daß grenzüberschreitende und mehrere Währungen einbeziehende Netting-Verfahren wegen ihrer möglichen Auswirkungen auf die Interbankzahlungssysteme sorgfältig zu prüfen seien. Solche Verfahren könnten, sofern sie bestimmte Voraussetzungen erfüllten, diese Systeme effizienter machen und stabilisieren, indem sie für die Marktteilnehmer die Kosten der Zahlungsabwicklung und die Bonitäts- und Liquiditätsrisiken verringern. Die wichtigsten Voraussetzungen seien, daß das Netting rechtlich durchsetzbar ist, vor allem bei Zahlungsunfähigkeit eines Netting-Teilnehmers, und daß multilaterale Netting-Systeme über adäquate Verfahren des Risikomanagements und der Verlustverteilung verfügten. Diesbezüglich billigten die Zentralbankpräsidenten die im Bericht niedergelegten Mindestanforderungen für Gestaltung und Betrieb von Interbank-Netting-Systemen. Sie waren sich außerdem über die Notwendigkeit einig, Netting-Systeme, durch die die Kredit- und Liquiditätsengagements von Banken in verschiedenen Ländern direkt miteinander verbunden werden, in ähnlicher Weise durch die Zentralbanken kooperativ zu beobachten, wie dies für inländische Zahlungsverkehrssysteme geschieht, und nahmen daher die im Bericht niedergelegten Grundsätze für eine solche kooperative Beobachtung an. Die Zentralbankpräsidenten kamen überein, den Bericht an den Basler Ausschuß für Bankenaufsicht mit der Empfehlung zu überweisen, daß die Aufsichts-

instanzen der Länder der Zehnergruppe bei der Wahrnehmung ihrer Verantwortung für die einzelnen Institute sowohl die Mindestanforderungen als auch die Grundsätze für die kooperative Beobachtung und Überwachung berücksichtigen. Sie ersuchten den Ausschuß ferner, mit Blick auf den Bericht der Frage der Behandlung des Netting nach der Basler Vereinbarung über die internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen von 1988 weiter nachzugehen.

Der Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme wurde ferner dem Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Saldenausgleichssysteme zugeleitet, der von den Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe als Nachfolgegremium der Expertengruppe für Zahlungsverkehrssysteme eingesetzt worden ist. Der neue Ausschuß wurde ersucht, weiterhin Maßnahmen zu prüfen, welche die Banken – entweder einzeln oder auf kooperativer Basis – ergreifen könnten, um die Abwicklung grenzüberschreitender und mehrere Währungen einbeziehender Transaktionen effizienter und risikoärmer zu machen. Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Saldenausgleichssysteme wird auf seinen regelmäßigen Sitzungen weiterhin Entwicklungen in Zahlungs-, Netting- und Saldenausgleichssystemen beobachten. Er trat im Dezember in Basel zusammen, um unter anderem Abwicklungssysteme an den Wertpapiermärkten zu erörtern. Er stellte fest, daß eine Anzahl der in Entwicklung stehenden Verfahren die Lieferung gegen Zahlung als Abwicklungsmethode kennen, und kam zu dem Schluß, daß weitere Untersuchungen über ihre Auswirkungen auf Bonitäts- und Liquiditätsrisiken für das internationale Finanzwesen von Interesse sein könnten.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute konzentrierte seine Aufmerksamkeit auf zwei Bereiche. Erstens prüfte der Ausschuß, wie seine Arbeit am besten zu organisieren wäre, um mit den Entwicklungen der Informatiksysteme in den Zentralbanken und innerhalb der einzelnen nationalen Finanzsektoren Schritt zu halten. Als Ergebnis dieser Analyse wurde die Telekommunikation zum Hauptthema für die Arbeit des Ausschusses in den nächsten zwei bis drei Jahren bestimmt; ein Anfang ist schon mit einer Untersuchung über die Netze und Systeme gemacht worden, die die technische Infrastruktur für die wichtigsten Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe bilden. Zweitens beschäftigten sich die EDV-Fachleute weiterhin mit Fragen der Sicherheit, wobei sie von der zu diesem Zweck geschaffenen Arbeitsgruppe unterstützt wurden. Die besonderen Sicherheitsanforderungen, die sich aus der rasant zunehmenden Verwendung von PC in Finanzinstituten ergeben, waren Gegenstand einer gründlichen Untersuchung, deren Ergebnis eine Veröffentlichung mit dem Titel „Monograph on Personal Computer Security“ war, die im Dezember 1990 unter der Ägide der BIZ veröffentlicht wurde.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken prüfte weiterhin Wege zum Ausbau der Dienstleistungen der BIZ-Datenbank, die in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe entwickelt und auf deren Bedürfnisse zugeschnitten wurde. Bedeutende Fortschritte wurden bei der Modernisierung der Telekommunikationsverbindungen mit der BIZ erzielt. Die tägliche Datenübermittlung ist damit dank Sammelverarbeitungstechniken zuverlässiger geworden, und der Zugang zur Datenbank ist nun dank interaktiver Techniken benutzerfreundlicher. Es sind

ferner Maßnahmen ergriffen worden, um den Erfassungsbereich der makroökonomischen Datenreihen auf Länder außerhalb der Zehnergruppe auszuweiten, und zwar durch bilaterale Vorkehrungen für den Datenaustausch zwischen der BIZ und den Zentralbanken jener Länder.

Der Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) sowie deren Unterausschüsse und Arbeitsgruppen hielten ihre Sitzungen nach wie vor in Basel ab. Der Aufgabenbereich des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten wurde durch einen Beschluß des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 12. März 1990 im Hinblick auf die verstärkte Rolle erweitert, die der Ausschuß im Zusammenhang mit der ersten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), die am 1. Juli 1990 begann, spielen soll. Zu diesem Zweck hat sich der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten eine neue Struktur und neue Arbeitsverfahren gegeben und sein ständiges Sekretariat um einen kleinen Forschungsstab erweitert. Unterstützung erhält der Ausschuß ferner vom Ausschuß der Stellvertreter, drei ständigen Unterausschüssen (den Unterausschüssen „Devisenpolitik“, „Geldpolitik“ und „Bankenaufsicht“) und von Ad-hoc-Arbeitsgruppen für besondere Zwecke.

Seit Beginn der ersten Stufe konzentrierte sich die Arbeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten auf zwei Hauptaufgaben. Erstens sind die Bemühungen um die Förderung einer engen Koordinierung der Geldpolitik intensiviert worden, mit dem Ziel, Konvergenz auf einem niedrigen Inflationsniveau und mit gehöriger Berücksichtigung eines wünschbaren Grads von Wechselkursstabilität innerhalb des Europäischen Währungssystems zu erzielen. Zu diesem Zweck hat der Ausschuß die Erarbeitung eines gemeinsamen Verfahrens zur Überwachung der monetären Bedingungen in der Gemeinschaft in Angriff genommen; es sieht die Verwendung objektiver Indikatoren und weitgehend kompatibler Geldmengenaggregate vor. Zweitens hat der Ausschuß – aufgrund eines Ersuchens des Europäischen Rates auf dessen Tagung vom 26./27. Juni 1989 in Madrid, der Ausschuß möge zusammen mit den anderen zuständigen Gremien der Gemeinschaft die Vorbereitungsarbeiten für die Regierungskonferenz über die WWU leisten – den Entwurf eines Statuts des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank verfaßt. Die Regierungskonferenz, die im Dezember 1990 zusammentrat, wird die nötigen Änderungen am Vertrag von Rom vorbereiten, damit die Gemeinschaft über die erste Stufe der WWU hinaus weiter fortschreiten kann.

Nachdem die norwegischen Behörden beschlossen hatten, die Krone an die Ecu anzubinden, formulierte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die Bedingungen für eine erweiterte bilaterale Zusammenarbeit zwischen der Bank von Norwegen und den Zentralbanken der Gemeinschaft. Mit Wirkung vom 1. Januar 1991 schlossen die Zentralbanken der Gemeinschaft und die Bank von Norwegen nichtreziproke Swapvereinbarungen ab, die der Bank von Norwegen den Zugang zu kurzfristigen Mitteln für Interventionszwecke bis zum Gegenwert von insgesamt Ecu 2 Mrd. eröffnen.

2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr nahm die Bank weiterhin Aufgaben als Agent im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen wahr.

a) Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)

Die Bank nimmt nach wie vor die Aufgaben des Agenten des EFWZ wahr, eine Tätigkeit, die sie seit dem 1. Juni 1973 ausübt.¹ Diese Funktionen stehen einerseits mit den Transaktionen im Rahmen des EWS in Zusammenhang und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft.

Im Zeitraum vom 1. April 1990 bis 31. März 1991 führten Interventionen von EWS-Zentralbanken in den Währungen anderer EWS-Länder zu keinen über den EFWZ verbuchten Finanzierungs- oder Saldenausgleichstransaktionen.

Das vom EFWZ über vierteljährliche Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Luxemburgischen Währungsinstitut ausgegebene Ecu-Volumen sank von rund Ecu 49,4 Mrd. am 1. April 1990 auf rund Ecu 46,6 Mrd. am 31. März 1991. Diese Abnahme um Ecu 2,8 Mrd. gegenüber dem Vorjahr war in erster Linie dem Rückgang des in Ecu ausgedrückten Goldpreises und dem niedrigeren Wechselkurs des US-Dollars gegenüber der Ecu zuzuschreiben; der letztere Einfluß wurde teilweise durch eine namhafte Erhöhung der US-Dollar-Einbringungen einiger EG-Zentralbanken ausgeglichen.

Was die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 des Rates betrifft, die den Mechanismus der Gemeinschaftsdarlehen zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten anpaßte² (Einzelheiten s. 56. und 57. Jahresbericht, S. 188 bzw. 196), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldern – Frankreich und Griechenland – die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen entgegen und leitete sie an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weiter.

Der Agent führte auch die finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit den folgenden Operationen betreffend die diesen beiden Ländern gewährten Gemeinschaftsdarlehen durch:

– am Fälligkeitsdatum 27. Juli 1990 Rückzahlung durch Frankreich der Darlehen, die den Emissionen über US-\$ 350 000 000 Notes 1988–90 zu 8% p.a. und Ecu 40 000 000 Notes 1983–90 zu 11¼% p.a. (zweite Tranche des Darlehens von Ecu 150 000 000 aus Notes 1983–93) entsprachen; an den Fälligkeitsdaten 29. Januar bzw. 20. Februar 1991 Rückzahlung durch Griechenland der den Emissionen von Ecu 100 000 000 Notes 1988–91 zu 7⅜% p.a. (erste Tranche des Darlehens von Ecu 350 000 000 aus Notes 1988–93) und US-\$ 150 000 000 Notes 1986–91 zu 8⅝% p.a. entsprechenden Darlehen;

¹ Eine Beschreibung der Struktur und der Aufgaben des Fonds wurde im 54. Jahresbericht auf den Seiten 179–181 gegeben.

² Diese Verordnung ersetzt mit Wirkung vom 24. Juni 1988 die Verordnung (EWG) Nr. 682/81 vom 16. März 1981, die bis dahin die rechtliche Grundlage der Tätigkeit des EFWZ im Zusammenhang mit den Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft gebildet hatte.

– gestützt auf den Beschluß des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 25. Februar 1991 und gemäß den Bestimmungen der obengenannten Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 gewährte die Gemeinschaft der Hellenischen Republik ein neues Darlehen in drei Tranchen im Gesamtbetrag von Ecu 2 200 Mio. oder des Gegenwerts in anderen Währungen. Die erste Tranche von Ecu 1 000 Mio. wurde Griechenland im März 1991 zur Verfügung gestellt und bestand aus den drei folgenden Darlehen: einem variabel verzinslichen Darlehen 1991–96 in Höhe von DM 535 800 000, einem variabel verzinslichen Darlehen 1991–96 in Höhe von Ecu 240 000 000 und einem Darlehen 1991–98 von Ecu 500 000 000, verzinslich zu 9¼% p.a. Die zweite und dritte Tranche in Höhe von je Ecu 600 Mio. sollen Griechenland 1992 und 1993 zur Verfügung gestellt werden.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1991 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1991					
Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	Ecu
	Millionen				
Frankreich					30
Griechenland	250	1 366	227	25 000	1 340
Zusammen	250	1 366	227	25 000	1 370

b) Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private Ecu

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des für private Ecu errichteten Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive Vereinbarungen zwischen der Ecu Banking Association (EBA) in Paris und der BIZ geregelt worden, wovon die jüngste am 27. Dezember 1990 unterzeichnet wurde und in Kraft trat.* Die Mitglieder der EBA können aufgrund der von der EBA erarbeiteten Kriterien den Status einer Clearingbank erhalten. Am 31. März 1991 gab es fünfundvierzig Clearingbanken.

3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Wie in den Vorjahren wurde die BIZ wiederum ersucht, für mehrere Zentralbanken Überbrückungsfinanzierungen bereitzustellen und sich daran zu beteiligen.

a) Am 20. Juni 1990 wurde eine Überbrückungsfazilität in Höhe von insgesamt US-\$ 280 Mio. zugunsten der Ungarischen Nationalbank eingerichtet. US-\$ 260 Mio. wurden von der BIZ, US-\$ 20 Mio. von den US-Währungsbehörden zur Verfügung gestellt. Der Anteil der BIZ wurde von elf Mitgliedszentralbanken garantiert. Der Kredit, der am 14. September 1990 fällig wurde, finanzierte Auszahlungen des Internationalen Währungsfonds, der Weltbank und der Export-Import-Bank von Japan vor. Eine erste Ziehung von US-\$ 100 Mio. erfolgte am 21. Juni 1990, der Rest wurde im Juli 1990 gezogen. Die Ungarische

* Eine Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems wurde im 56. Jahresbericht auf den Seiten 189/190 gegeben.

Nationalbank zahlte den Kredit in mehreren Tranchen zurück, die letzte am 13. September 1990.

b) Ebenfalls am 20. Juni 1990 wurde der Bank von Guyana ein Überbrückungskredit in Höhe von US-\$ 178 Mio. für die Dauer von drei Monaten gewährt. Vom Gesamtbetrag stellte die BIZ, mit der Garantie von acht Mitgliedszentralbanken, US-\$ 133,5 Mio. zur Verfügung; weitere US-\$ 31,75 Mio. kamen von den US-Währungsbehörden; der Saldo von US-\$ 12,75 Mio. wurde von der KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) der Bundesrepublik Deutschland gewährt. Der Kredit wurde ratenweise bis zum 20. September 1990 aus dem Erlös von Ziehungen Guyanas im Rahmen von Vereinbarungen mit dem Internationalen Währungsfonds sowie der Weltbank und der Karibischen Entwicklungsbank zurückgezahlt.

c) Eine weitere Kreditfazilität in Höhe von US-\$ 300 Mio. wurde am 7. März 1991 der Rumänischen Nationalbank gewährt. Diese sehr kurzfristige Fazilität lief am 29. März 1991 aus. Der Beitrag der BIZ belief sich auf US-\$ 260 Mio. und wurde von dreizehn Mitgliedszentralbanken vollumfänglich garantiert; US-\$ 40 Mio. wurden von den US-Währungsbehörden zur Verfügung gestellt.

Nachdem die Rumänische Nationalbank vom Internationalen Währungsfonds im Rahmen der Fazilität zur Kompensations- und Eventualfinanzierung Mittel erhalten hatte, zahlte sie den gesamten Kredit in der zweiten Märzhälfte 1991 zurück.

4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1991 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

Am 31. März 1991 betrug die Bilanzsumme	GFr. 45 719 139 929
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 41 291 112 116
Daraus ergibt sich eine Zunahme von	GFr. 4 428 027 813
oder 10,7%.	

Diese Zunahme, nach einer Abnahme von 2,2% im Vorjahr, war in erster Linie auf einen Anstieg der Einlagen in Währungen zurückzuführen; der Wertzuwachs in Goldfranken der meisten anderen Währungen als dem Dollar

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1987	29 944	+ 3 386	+ 13
1988	38 151	+ 8 207	+ 27
1989	42 234	+ 4 083	+ 11
1990	41 291	- 943	- 2
1991	45 719	+ 4 428	+ 11

* 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-\$ 1,94149...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

machte nur einen geringen Teil dieser Veränderung aus. Die Goldeinlagen nahmen leicht ab.

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- Buchungsvorgänge, die sich, wie oben in Abschnitt 2 beschrieben, aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold; am 31. März 1991 belief sich dieser Posten auf GFr. 1 275 Mio., verglichen mit GFr. 1 413 Mio. am 31. März 1990.

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	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
Millionen Goldfranken				
1987	1 270	27 626	1 048	29 944
1988	1 335	35 658	1 158	38 151
1989	1 404	39 875	955	42 234
1990	1 476	38 673	1 142	41 291
1991	1 557	42 856	1 306	45 719

A. Kapital und Reserven

a) *Eingezahltes Kapital* GFr. 295 703 125

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

b) *Reserven*

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind unter Ziffer I in der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht 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 GFr. 646 716 157

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 24,3 Mio. aus dem Reingewinn von 1990/91 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten), verglichen mit vorher GFr. 622,4 Mio.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds GFr. 39 530 055

Dieser Fonds blieb unverändert gegenüber dem Vorjahr, als ihm aus dem damaligen Reingewinn GFr. 4 Mio. zugewiesen wurden.

4. Freier Reservefonds GFr. 545 166 872

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 56,7 Mio. aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1990/91, verglichen mit GFr. 488,5 Mio. am 31. März 1990.

Nach den Zuführungen aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1990/91 erhöhen sich somit die gesamten Reserven der Bank um GFr. 81 Mio. auf GFr. 1 261 483 397 verglichen mit vorher GFr. 1 180,5 Mio.

B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)			
Herkunft	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1990	1991	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	37 374	40 636	+ 3 262
Einlagen von anderen Einlegern	1 299	2 220	+ 921
Zusammen	38 673	42 856	+ 4 183

Die Erhöhung der Fremdmittel ist auf neue Einlagen sowohl von Zentralbanken als auch von anderen Einlegern zurückzuführen. Bei den „Einlagen von Zentralbanken“ ist der Anstieg um 8,7% ausschließlich vermehrten Währungseinlagen zuzuschreiben; die Goldeinlagen der Zentralbanken gingen leicht zurück.

Der Gesamtbetrag der „Einlagen von anderen Einlegern“ – hauptsächlich internationalen Organisationen – stieg markant an (+71%), was ebenfalls dem Eingang beträchtlicher Währungseinlagen zuzuschreiben ist.

In der Zunahme der Währungseinlagen im Geschäftsjahr 1990/91 schlägt sich namentlich der Anstieg der Einlagen in Ecu, US-Dollar und SZR nieder. Die neuen Einlagen glichen einen bedeutenden Rückgang der DM-Verbindlichkeiten mehr als aus. Am 31. März 1991 machte der US-Dollar rund 40% der gesamten Fremdmittel aus, die D-Mark 30%, gefolgt von den Ecu-Einlagen, auf die nun mehr als 10% entfallen.

Wegen der beträchtlichen Zunahme der Einlagen „anderer Einleger“ bei der Bank stieg der Anteil dieser Einlagen von 3,4% auf 5,2%, während der Anteil der Einlagen von Zentralbanken von 96,6% am Ende des Geschäftsjahres 1989/90 auf 94,8% am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres zurückging.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)									
Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1990	1991		1990	1991		1990	1991	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht	4 454	4 399	−55	2 482	2 145	− 337	6 936	6 544	− 392
Bis zu 3 Monaten	14	51	+37	30 938	35 323	+4 385	30 952	35 374	+4 422
Mehr als 3 Monate	–	–	–	785	938	+ 153	785	938	+ 153
Zusammen	4 468	4 450	−18	34 205	38 406	+4 201	38 673	42 856	+4 183

Die Gold- und Währungseinlagen auf Sicht nahmen gegenüber dem 31. März 1990 leicht ab.

Die Zunahme des Mittelaufkommens war hauptsächlich auf den Eingang von Gold- und Währungseinlagen mit einer Höchstlaufzeit von drei Monaten zurückzuführen, jedoch stiegen auch die Währungseinlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten an.

Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln sank weiter auf 10,4% (Vorjahr: 11,6%), während der Anteil der Währungseinlagen 89,6% (Vorjahr: 88,4%) betrug.

Schlüsselt man die Einlagen nach Laufzeiten auf, so beliefen sich die Sichteinlagen auf 15,3% des Gesamtvolumens, Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten auf 82,5% und jene mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten auf 2,2%. Im Vorjahr hatten die entsprechenden Anteile 17,9%, 80,1% und 2% betragen.

a) *Goldeinlagen* GFr. 4 450 642 213

verglichen mit GFr. 4 468 Mio. im Vorjahr. Die Abnahme um GFr. 18 Mio. entspricht der Differenz zwischen dem Rückgang der Einlagen auf Sicht und der Zunahme der Einlagen auf Zeit (bis zu drei Monaten).

b) *Währungseinlagen* GFr. 38 405 800 355

Nach einem Rückgang um 2,8% im Vorjahr erhöhte sich dieser Posten um GFr. 4 201 Mio. oder 12,3%. Diese Erhöhung ist den Einlagen auf Zeit zuzuschreiben; die Sichteinlagen gingen zurück.

c) *Sonstige Verbindlichkeiten* GFr. 1 305 510 839

gegenüber GFr. 1 142 Mio. im Vorjahr.

Diese Verbindlichkeiten umfassen:

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 150 051 390

verglichen mit GFr. 130 Mio. am 31. März 1990. Dieser Posten, der die Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals darstellt, lautet auf Schweizer Franken und erhöhte sich während des Geschäftsjahres laufend.

b) Verschiedenes

GFr. 1 121 566 666

verglichen mit GFr. 980 Mio. am 31. März 1990. Dem Anstieg um GFr. 141 Mio. steht der Vorjahresanstieg von GFr. 157 Mio. gegenüber. Die Entwicklung ist darauf zurückzuführen, daß dieser Posten im Geschäftsjahr 1990/91 weniger stark von Wechselkursschwankungen beeinflußt war.

c) Dividende, zahlbar am 1. Juli 1991

GFr. 33 892 783

Die Dividende von SFr. 200 je Aktie ist gegenüber dem Vorjahr unverändert.

Der Betrag von GFr. 33,9 Mio., der zu diesem Zweck dem Reingewinn von 1990/91 entnommen werden soll, ist jedoch etwas höher als der Vorjahresbetrag von GFr. 32,3 Mio.; in der Differenz kommt der höhere Wert des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken zum Ausdruck.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1990/91 beträgt vor Gewinnverwendung GFr. 114 892 783 (Vorjahr: GFr. 104 330 524). Die detaillierten Vorschläge zur Gewinnverwendung gemäß Artikel 51 der Statuten finden sich in Abschnitt 5 dieses Kapitels.

Aktiva (Mittelverwendung)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1990		1991			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold	4 981		4 861		– 120	
Währungen	15	4 996	7	4 868	– 8	– 128
Schatzwechsel		905		2 461		+1 556
Terminguthaben und Kredite						
Gold	206		389		+ 183	
Währungen	28 203	28 409	30 604	30 993	+2 401	+2 584
Staats- und andere Wertpapiere		6 887		7 384		+ 497
Verschiedenes		94		13		– 81
Zusammen						
Gold	5 187		5 250		+ 63	
Währungen	36 104	41 291	40 469	45 719	+4 365	+4 428

In der Zunahme der Aktiva in Währungen spiegelt sich der Einlagenzugang von Zentralbanken und anderen Einlegern wider.

a) Gold

Die Goldaktiva – Kassenmittel und Terminguthaben – wiesen einen Nettozuwachs von GFr. 63 Mio. auf, während die Passiva um GFr. 18 Mio. zurückgingen.

Die Differenz von GFr. 81 Mio. in der Entwicklung der Goldaktiva und Goldpassiva schlug sich in einer entsprechenden Zunahme der Goldtermingeschäfte nieder.

– Kassenmittel GFr. 4 860 628 212

verglichen mit GFr. 4 981 Mio. am 31. März 1990.

– Terminguthaben GFr. 389 822 640

verglichen mit GFr. 206 Mio. am 31. März 1990.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 7 011 311

verglichen mit GFr. 15 Mio. im Vorjahr.

c) Schatzwechsel GFr. 2 461 195 866

Dieser Posten, der am 31. März 1990 GFr. 905 Mio. betragen hatte, verzeichnete einen deutlichen Zuwachs; ebenso erhöhte sich die Zahl der Währungen, in denen diese Wertpapiere gehalten werden.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 30 993 504 074

Dieser Posten, der die schon erwähnten Goldanlagen sowie Währungsanlagen umfaßt, hatte im Vorjahr GFr. 28 409 Mio. betragen.

Die Anlagen in Währungen stiegen von GFr. 28 203 Mio. per 31. März 1990 auf GFr. 30 604 Mio. am 31. März 1991, was einem Anstieg von über 8% entspricht.

Die Anlagen in US-Dollar und D-Mark bildeten erneut die größten Posten; in der Zunahme der Ecu-Anlagen spiegelte sich eine entsprechende Entwicklung bei den Passiva wider.

e) Staats- und andere Wertpapiere GFr. 7 383 920 813

gegenüber 6 887 Mio. im Vorjahr.

Der Zuwachs dieses Postens entfällt fast zur Gänze auf Käufe mittelfristiger Staatspapiere.

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

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit			
Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1990	1991	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	30 023	33 126	+ 3 103
Mehr als 3 Monate	5 273	5 251	– 22
Zusammen	35 296	38 377	+ 3 081

Der Anteil der Anlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten stieg auf 86,3%, gegenüber 85,1% im Vorjahr; auf die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten entfielen 13,7% (Vorjahr: 14,9%).

verglichen mit GFr. 94,5 Mio. im Vorjahr.

In der Veränderung dieses Postens kommen vorwiegend die Einflüsse von Wechselkursschwankungen auf Währungstermingeschäfte zum Ausdruck.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 137 720 955

verglichen mit einem negativen Saldo von GFr. 56,8 Mio. im Vorjahr.

Das Volumen der Transaktionen, bei denen die Bank bei Fälligkeit Gold zurückzahlen muß, war größer als per 31. März 1990, so daß sich der negative Saldo der Goldtermingeschäfte erhöhte.

5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1991 abgelaufene einundsechzigste Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 134 066 732 (im Vorjahr GFr. 126 845 080). Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 41 614 970 für Verwaltungskosten; in dem beträchtlichen Zuwachs gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 31 023 829 zeigt sich der Anstieg des Goldfrankenwerts des Schweizer Frankens – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – im Verlauf fast des ganzen Jahres; in Schweizer Franken gerechnet stiegen die gesamten Verwaltungskosten denn auch nur um 12%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 4 173 949 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und GFr. 10 000 000 der Rückstellung für Bauvorhaben (die zur Deckung der Kosten im Zusammenhang mit dem von der Bank getätigten Erwerb von benachbarten Liegenschaften dient) zuzuweisen sowie – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 5 000 000 – die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zu erhöhen, deren Hauptzweck die Deckung der Kosten der laufenden Investitionsvorhaben ist. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 114 892 783, verglichen mit GFr. 104 330 524 im Vorjahr. Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 114 892 783 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 33 892 783 zur Zahlung der Dividende von SFr. 200 je Aktie;
- GFr. 24 300 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 56 700 000 – 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 obgenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1991 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1991 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 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 1991 und ihres Gewinns für das an diesem Tag endende Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr Dr. W. F. Duisenberg trat am 31. Dezember 1990 nach Ablauf der dreijährigen Amtszeit von seinen Ämtern als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank zurück. Der Verwaltungsrat wählte Herrn Bengt Dennis, Gouverneur der Schwedischen Reichsbank, mit Wirkung vom 1. Januar 1991 für die Dauer von drei Jahren zum Nachfolger von Herrn Dr. Duisenberg in diesen beiden Ämtern.

Baron Godeaux legte sein Verwaltungsratsmandat am 15. September 1990 nieder. Herr Verplaetse, Gouverneur der Belgischen Nationalbank, ernannte Herrn Philippe Wilmès mit Wirkung vom 1. März 1991 zu dessen Nachfolger. Die Herren Dr. Lamberto Dini und Prof. Dr. Leonhard Gleske wurden im November bzw. Dezember 1990 als Mitglieder des Verwaltungsrats bestätigt. Herr Dr. W. F. Duisenberg wurde im März 1991 wiedergewählt.

Im September 1990 ernannte Herr Leigh-Pemberton, Gouverneur der Bank von England, Herrn Michael Foot zu seinem Stellvertreter als Nachfolger von Herrn Lionel Price.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so trat Herr Michael G. Dealtry, Stellvertretender Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung und Direktor, Ende September 1990 in den Ruhestand. Die Herren Alexander Radzyner, Claude Sivy und Günter Pleines wurden im Dezember 1990 und Herr Robert von Werra im April 1991 zu Beigeordneten Direktoren befördert.

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Renaud de la Genière am 16. Oktober 1990, Herrn Jacques Brunet am 15. Dezember 1990, Lord Cromer am 16. März 1991 und Herrn Dr. Karl Klasen am 22. April 1991. Sie waren alle ex officio Mitglieder des Verwaltungsrats gewesen, Herr de la Genière als Gouverneur der Bank von Frankreich von November 1979 bis November 1984, Herr Brunet in der gleichen Eigenschaft von Januar 1960 bis April 1969, Lord Cromer als Gouverneur der Bank von England von Juli 1961 bis Juni 1966 und Herr Dr. Klasen als Präsident der Deutschen Bundesbank von Januar 1970 bis Mai 1977.

Schlußbemerkungen

Am Ende dieses Berichts mag man eine gewisse Besorgnis verspüren angesichts der gewaltigen Herausforderungen, denen sich die Wirtschaftspolitiker gegenwärtig gegenübersehen. Die Ungewißheit darüber, wann das wirtschaftliche Wachstum in den Industrieländern wieder in Gang kommt, trübt das Bild. Wird es einen Aufschwung in den Ländern geben, die derzeit in einer Rezession stecken, bevor der Abschwung jene Länder erreicht, deren Inlandsnachfrage noch ziemlich kräftig ist? Zwar wirken die meisten Vorhersagen für das Jahr 1992 beruhigend, da sie eine spürbare Erholung in praktisch allen Industrieländern in Aussicht stellen, doch gibt es bis jetzt nur wenige greifbare Anzeichen für eine Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit. Diese Schlußbemerkungen konzentrieren sich auf die mit dem Konjunkturzyklus zusammenhängenden wirtschaftspolitischen Fragen in den Industrieländern. Das soll nicht heißen, daß diese die wichtigsten Themen der Weltwirtschaft sind, aber sie sind von größter Bedeutung für die Zentralbanken. Vorweg jedoch ein paar Bemerkungen zu einigen anderen Problemen.

Es vergeht kein Tag, an dem man nicht daran erinnert wird, wie erbärmlich die Lebensbedingungen in vielen Entwicklungsländern sind. Ständig muß irgendwo humanitäre Soforthilfe geleistet werden, aber diese vermag die dem Notstand zugrundeliegenden wirtschaftlichen Probleme nicht zu lösen. Die Industrieländer haben eine Rolle zu spielen in dem Bemühen, in diesen Ländern die Armut zu mindern und lebensfähige Volkswirtschaften zu schaffen. Seit nunmehr fast neun Jahren sind die meisten Anstrengungen darauf gerichtet gewesen, aus der Sackgasse der Schuldenkrise herauszukommen. Umschuldungen reichten dazu nicht, es bedurfte einer Verringerung der ausstehenden Schulden und des Schuldendienstes. In einigen wenigen Fällen hat dies zu besseren Wirtschaftsergebnissen geführt, sogar zu spontanen Kapitalzuflüssen einschließlich der Repatriierung von Fluchtkapital und von Direktinvestitionen. Manche glauben, daß sich das Blatt nun gewendet hat, da mehr und mehr Entwicklungsländer Entwicklungsstrategien übernommen haben, die ihre Volkswirtschaften offener und wettbewerbsfähiger machen sollen. Aber in jedem Falle ist das Schicksal der Entwicklungsländer in vielerlei Hinsicht – außer über den Handel – eng mit dem der entwickelten Staaten verbunden. Gleichwohl ist der Handel der ausschlaggebende Faktor: Alle stimmen darin überein, daß die Uruguay-Runde zu einem erfolgreichen Abschluß gebracht werden muß.

Die Industrieländer haben sich auch dazu verpflichtet, die Umwandlung Osteuropas voll zu unterstützen. Von größter Bedeutung ist in dieser Hinsicht die außerordentliche Zahlungsbilanzhilfe, die sie zur Ergänzung der von den Bretton-Woods-Institutionen bereitgestellten Mittel gewähren. Die grundlegende Bedingung für Hilfen zur Abdeckung einer verbleibenden

Finanzierungslücke ist die Durchführung eines vernünftigen wirtschaftlichen Stabilisierungsprogramms und umfassende Reformen zur Errichtung offener, marktorientierter Volkswirtschaften. Diese außerordentliche Unterstützung schien notwendig zu sein, um diesen Ländern eine gewisse außenwirtschaftliche Entlastung zu verschaffen, also dort, wo sie sonst im Frühstadium des Reformprozesses, wenn es noch schwierig ist, privates Kapital in großem Umfang anzulocken, sofort Probleme bekommen müßten. Andere Formen der Hilfe sind wirtschaftspolitische Beratung und technische Unterstützung, die auf breiter Front angeboten worden sind. Auf dem entscheidenden Gebiet der Strukturreform müssen die gewählten Regierungen ihren Weg weitgehend alleine finden, da es keine Vorbilder gibt; sie müssen für eine starke Führung sorgen, indem sie einen breiten Konsensus schaffen. Äußere Hilfen, die nur dazu dienen, den Konsum auf einem Niveau zu halten, das sich nicht durchhalten läßt, würden nur die Leistungsanreize des Marktsystems schwächen und dazu verleiten, schwierige Entscheidungen hinauszuschieben, und damit den Übergangsprozeß behindern anstatt ihn zu fördern. Die bei weitem wirkungsvollste Hilfe, die die industrialisierte Welt den Reformstaaten Osteuropas geben könnte, wäre, ihnen einen deutlich größeren und dauerhaften Zugang zu ihren Märkten zu gewähren. Auf kurze Sicht würde ihnen dies die Anpassung an die Verluste erleichtern, die ihnen aus dem Zerfall des RGW-Handelssystems und den schrumpfenden Importmöglichkeiten der Sowjetunion erwachsen. Längerfristig würde dies ihnen helfen, ihre Auslandsschulden zu bedienen; es würde den Umbau ihrer Produktionsstruktur durch die Einbindung in die Weltwirtschaft fördern und nicht zuletzt einen Anreiz für Direktinvestitionen des Westens bieten.

Das Auseinanderlaufen der Wirtschaftsentwicklung in den Industriestaaten – mit Japan und einigen europäischen Ländern, insbesondere Deutschland, in der einen Konjunkturphase und den meisten anderen Industrieländern in der anderen – hat für die Abstimmung der Wirtschaftspolitik mit Blick auf die Devisenmärkte keine überwältigenden Probleme geschaffen. Während die politisch kontrollierten kurzfristigen Zinssätze sich als Reaktion auf die Überhitzung einerseits und die Rezession andererseits weit voneinander entfernten, reagierten die großenteils marktbestimmten langfristigen Zinssätze nicht immer in ähnlicher Weise. Die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte hat neue Kanäle gegenseitiger Abhängigkeit geschaffen, nicht nur zwischen den Finanzmärkten der einzelnen Länder, sondern auch zwischen den Finanz- und den Devisenmärkten. Dies macht es noch schwieriger vorauszusehen, wie wirtschaftspolitische Maßnahmen und politische Ereignisse die Wechselkursstrukturen beeinflussen werden. Das Auf und Ab des DM/\$-Kurses im März und April dieses Jahres bot dafür ein gutes Beispiel.

In Europa stellten sich Fragen der Politikkoordination und der Wechselkursbestimmung weiterhin im Zusammenhang mit dem EWS-Wechselkursmechanismus und den Schritten zu einer Wirtschafts- und Währungsunion, wobei letztere nun in ihre erste Stufe eingetreten ist. Einen zwingenden Grund für ein Realignment im EWS-Wechselkursverbund hat es nicht gegeben. Das wesentlich ehrgeizigere Projekt der Währungsunion und ihr Zeitplan dürften jedoch die Grenzen testen, inwieweit die Länder der Gemeinschaft in dieser Phase zu Zugeständnissen bereit sind. Hierauf deuten die unterschiedliche Wirtschafts-

entwicklung und die beträchtlichen Diskrepanzen zwischen den nationalen Vorschlägen hin, die der mit der Vorbereitung der notwendigen Änderung der Römischen Verträge beauftragten Regierungskonferenz vorgelegt wurden. Während Kommuniqués gegensätzliche Ansichten überdecken können, verlangt die Gesetzessprache mehr Präzision und damit eine Übereinstimmung in der Substanz.

Hinsichtlich der den Konjunkturzyklus in den Industrieländern betreffenden wirtschaftspolitischen Fragestellungen sollte wohl zuerst darauf hingewiesen werden, daß heute weniger über die relativen Vorzüge der Angebots- bzw. der Nachfragepolitik gesprochen wird. Die Bedeutung einer Verbesserung der Angebotsseite ist grundsätzlich akzeptiert worden. Einige der einfacheren Maßnahmen auf diesem Gebiet sind ergriffen worden, aber unerledigte Aufgaben gibt es überall. Nicht jedermann mag deshalb die Ansicht teilen, daß Strukturverbesserungen tatsächlich eine wichtige Rolle bei der Wiederbelebung der meisten Volkswirtschaften der Industrieländer gespielt haben. Gleichwohl kann man schwerlich leugnen, daß Maßhalten bei den Nominal- und Reallöhnen ein wichtiger Faktor war bei der Verringerung der Arbeitslosenquoten auf ein deutlich unter den Spitzenwerten von Mitte der achtziger Jahre liegendes Niveau, bei der Erhöhung des Anteils der privaten Anlageinvestitionen am BSP/BIP und bei der allgemeinen Anregung des Wirtschaftswachstums. Einiges von dem, was auf diesen Gebieten bis 1989 erreicht worden war, scheint wieder verlorengegangen zu sein. Die Entwicklungen des Jahres 1990 spiegeln jedoch eindeutig keine Einstellung der angebotsseitigen Anstrengungen, sondern die konjunkturelle Abschwächung in einer zunehmenden Anzahl von Industrieländern wider. Dies hat die Aufmerksamkeit wieder darauf gelenkt, wie eine Politik der Nachfragesteuerung auf die Wachstumsverlangsamung in der industrialisierten Welt reagieren sollte.

Die Fiskalpolitik hat ihre Vorzugsstellung als Hauptinstrument zur Abwehr eines Wirtschaftsabschwungs nicht wiedererlangt. Selbst die automatischen fiskalischen Stabilisatoren, die in jeder Rezession wirksam werden, sind in den USA und Kanada durch eine Anhebung von Steuern und Abgaben teilweise ausgeschaltet worden. Die hohe öffentliche Verschuldung und die Hartnäckigkeit großer struktureller Haushaltsdefizite in vielen Ländern wirkten stark abschreckend auf jedweden diskretionären Einsatz der Fiskalpolitik für antizyklische Zwecke. (Das Emporschnellen des deutschen Budgetdefizits reflektiert ganz offensichtlich die besonderen Umstände der Vereinigung und keine antizyklische Fiskalpolitik. Man hofft, daß es sich nur als vorübergehend erweist.)

Die Skepsis hinsichtlich der Fähigkeit der wirtschaftspolitischen Instanzen, die Wirtschaft feinzusteuern und zyklische Ausschläge zu eliminieren oder zu dämpfen, gilt auch für die Geldpolitik. Lange und variable Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik machen den Versuch, sie antizyklisch einzusetzen, im günstigsten Fall zu einem riskanten Unternehmen; die Hauptwirkung von Kursänderungen auf die Wirtschaftstätigkeit kann durchaus erst dann spürbar werden, wenn sich die Konjunkturlage bereits wieder verändert hat. Nur wenige glauben heute noch, daß die Geldpolitik tatsächlich in der Lage sei, der wirtschaftlichen Aktivität dauerhafte Impulse zu verleihen. Diese Überlegungen sprechen dafür, daß die Geldpolitik eine mittelfristige Orientierung haben, sich auf die

Eindämmung der Inflation konzentrieren und eine Politik des Stop and Go vermeiden sollte.

Diskussionen über die Geldpolitik und sogar bestimmte geldpolitische Maßnahmen in jüngster Zeit können Zweifel wecken, inwieweit diese Überlegungen gegenwärtig tatsächlich der Geldpolitik als Richtschnur dienen. Es ist wahr, daß die Einhaltung einer mittelfristigen Strategie die Geldpolitik nie daran gehindert hat, die Zügel zu straffen, wann immer eine konjunkturelle Überhitzung drohte. Aber nun scheint auch die Annahme zu gelten, daß die Geldpolitik, wenn es ihr nicht gelungen ist, erst eine Überhitzung und dann eine Rezession zu verhindern, eine stimulierende Rolle zu spielen habe, um die Volkswirtschaften aus der Rezession zu führen.

Die Argumente für eine mittelfristige Strategie beruhten jedoch niemals auf dem Glauben, daß es keinen Konjunkturzyklus geben werde, wenn nur die Geldpolitik einem stetigen Kurs folgte. Nur wenige Wirtschaftspolitiker haben jemals erwartet, daß die Löhne und Preise ausreichend flexibel seien, um sich rasch jeglicher Art von Störung anzupassen. In den sechziger und siebziger Jahren gab es reichlich Beweise dafür, daß Lohn- und andere Rigiditäten im privaten Sektor beträchtlich zur Arbeitslosigkeit in vielen Ländern beitrugen. Versuche, dies durch eine auf Einhaltung eines niedrigen Niveaus der Arbeitslosigkeit verpflichtete Strategie der Nachfragesteuerung auszugleichen, führten zu starken inflatorischen Verzerrungen. In den siebziger Jahren traten große Angebotschocks auf, und es wurde zunehmend eingesehen, daß trotz einer stabilen Geldpolitik Störungen in der Realwirtschaft Schwankungen der Produktion und Beschäftigung zur Folge hatten, die denen eines Konjunkturzyklus nicht unähnlich waren. Somit wird der Konjunkturzyklus sicherlich nicht länger als eine rein mechanische Abfolge von Ereignissen betrachtet. Die stetigere Wirtschaftspolitik, die in den achtziger Jahren verfolgt wurde, scheint zu dem maßvolleren und damit nachhaltigeren Aufschwung beigetragen zu haben. Aber die für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen haben nie geglaubt, die Formel für einen niemals endenden Aufschwung gefunden zu haben. Das Konzept einer mittelfristigen Strategie als der sicherste oder der am wenigsten unfallgefährdete Kurs der Geldpolitik implizierte nur, daß die verantwortlichen Instanzen in ihren Reaktionen auf Konjunkturschwankungen große Zurückhaltung üben, insbesondere im Abschwung, und stattdessen versuchen, durch eine stabile Politik soweit wie möglich zu einer stetigeren und tragfähigeren mittelfristigen Entwicklung beizutragen.

Offensichtlich gibt es gegen einen solchen Kurs Widerstände in dem politischen Umfeld, in dem die meisten Zentralbanken, wie unabhängig sie auch sein mögen, operieren. Ein Abschwung ist niemals willkommen, selbst wenn es – verstandesmäßig – akzeptiert werden sollte, daß eine Periode der Konsolidierung eine notwendige Basis für einen neuen Aufschwung bildet.

Bevor wir uns den politischen Aspekten zuwenden, sollten wir einen mehr technischen Grund erörtern, warum das Konzept einer mittelfristig orientierten Politik gegenwärtig weniger Unterstützung findet, als aufgrund vorangegangener Erfahrungen zu erwarten war. Die mittelfristige Orientierung war eng mit der Verwendung eines monetären Zwischenziels verbunden, das dazu bestimmt war, die Geldpolitik auf einem stetigen Kurs zu halten und sogar zu

definieren, wie solch ein stetiger Kurs aussieht. Mit der Globalisierung der Finanzmärkte, Deregulierungen und Finanzinnovationen stellte eine wachsende Zahl von Zentralbanken fest, daß die zuvor beobachteten Zusammenhänge zwischen ihrem angestrebten monetären Aggregat und dem letztendlichen Ziel lockerer geworden zu sein schienen. Obwohl die meisten Zentralbanken trotz solcher Schwierigkeiten an monetären Zielen festhielten, akzeptierten alle, daß die Strategie im allgemeinen nicht darauf ausgerichtet sein sollte, die Entwicklung der monetären Aggregate kurzfristig zu eng zu steuern, und daß andere Frühindikatoren – monetäre und nichtmonetäre – mit zur Beurteilung herangezogen werden sollten, ob sich die Politik auf einem stabilen mittelfristigen Kurs befindet. Dies dürfte die Tür für eine Rückkehr zu Versuchen mit diskretionärer antizyklischer Politik einen Spalt weiter geöffnet haben, auch wenn die mittelfristige Strategie im Prinzip nicht aufgegeben worden ist.

Hinter solch technischen Kontroversen über den „optimalen“ Zeithorizont der Geldpolitik verbergen sich vermutlich mehr grundsätzliche Meinungsverschiedenheiten über die politischen Prioritäten. Auf den ersten Blick scheint es dabei um die Bedeutung zu gehen, die einem höheren oder niedrigeren Grad der Preisstabilität beigemessen wird. Die Verantwortlichen in den Zentralbanken stehen häufig im Verdacht, eine beruflich bedingte Vorliebe für Preisstabilität zu haben und sich nicht genügend um Wachstum und Arbeitslosigkeit zu sorgen. Andererseits wird ihnen aber auch häufig vorgeworfen, nicht das zu liefern, wofür man sie verantwortlich machen sollte, nämlich Preisstabilität. Kritik von beiden Seiten kann manchmal als ein Indiz dafür gelten, daß die Politik auf dem richtigen Weg ist, aber es gibt wenig Grund zu Selbstzufriedenheit. Auf halber Strecke stehen zu bleiben, indem man die Inflation die meiste Zeit bekämpft, aber kaum jemals gänzlich erfolgreich ist, kann nicht als die Art einer mittleren Lösung betrachtet werden, die zu erwarten und zu akzeptieren man gelernt hat. Es ist wahr, daß das erreichte Maß an Preisstabilität in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre größer war als in den siebziger Jahren und der ersten Hälfte der achtziger Jahre, aber Teile des nicht zuletzt aufgrund der Terms-of-trade-Gewinne infolge des Ölpreisrückgangs im Jahr 1986 Erreichten sind seitdem verlorengegangen.

Der wirkliche Grund für die augenblicklichen politischen Kontroversen dürfte jedoch nicht in der Bedeutung liegen, die der Preisstabilität als solcher beigemessen wird, sondern in der Frage des zeitlichen Horizonts, nämlich dem Drängen nach schnellen Resultaten. Dieses Verlangen führt unvermeidlich zu der Ansicht, daß die Wirtschaftspolitik (einschließlich der Geldpolitik) sich auf das Ziel konzentrieren sollte, das momentan am stärksten gefährdet ist. In Anbetracht der Rezession in vielen Ländern und der Unsicherheit darüber, wann sie enden wird und wie weit sie sich in der Zwischenzeit ausbreiten könnte, scheint in den betreffenden Ländern eine auf Wirtschaftswachstum gerichtete Geldpolitik die offensichtliche Wahl zu sein. Der Weg, dieses Ziel zu erreichen, wird in einer Rückführung der langfristigen Zinssätze gesehen, wobei man davon ausgeht, daß die „realen“ Zinssätze gegenwärtig ungewöhnlich hoch sind. Diese Art der Argumentation wirft mehrere Fragen auf, die nachfolgend im einzelnen behandelt werden.

Da ist zuerst die einfache Frage nach dem, was wir über „reale“ Zinsen

wissen. Da „reale“ Zinssätze gleich nominale Zinssätze abzüglich einer Kompensation für den erwarteten Kaufkraftverlust sind, wissen wir über „reale“ Zinssätze nur so viel, wie wir über Inflationserwartungen wissen. Dies bedeutet, daß wir nur sehr wenig mit Bestimmtheit wissen. Die weit verbreitete Praxis, jüngste Inflationsraten als Indikatoren der Inflationserwartungen zu nutzen – selbst zur Berechnung „realer“ langfristiger Zinssätze –, verleiht einem Verfahren den Anschein von Genauigkeit, für das allein seine einfache Handhabung spricht, aber dem es selbst an einem Minimum von Glaubwürdigkeit mangelt. Es impliziert zum Beispiel, daß Inflationserwartungen unempfindlich sind gegenüber jüngsten Entwicklungen der Inflationsraten, ob also das gegenwärtige Niveau von oben oder von unten her erreicht worden ist, wie auch gegenüber den Schwankungsbreiten, innerhalb derer sich die Inflationsraten vor nicht allzu langer Zeit bewegten. Es könnte beispielsweise argumentiert werden, daß in den frühen siebziger Jahren die Realzinsen nicht so niedrig waren, wie gewöhnlich berechnet, da die Inflationserwartungen damals weit unter den aktuellen Inflationsraten lagen, die sich eben erst erhöht hatten, aber von den Märkten nur als vorübergehend betrachtet wurden. Dagegen könnten die gegenwärtig scheinbar hohen Realzinssätze die Inflationsenttäuschungen der Vergangenheit widerspiegeln.

Die zweite Frage im gleichen Zusammenhang bezieht sich auf die Bestimmung des nominalen langfristigen Zinsniveaus. Zu argumentieren, daß die „realen“ Zinssätze zur Anregung des Wirtschaftswachstums gesenkt werden sollten, setzt voraus, daß jemand die Kontrolle über die *nominalen* langfristigen Zinssätze hat. (Die realen Zinssätze durch eine Anhebung der Inflationserwartungen zu senken, kann niemand beabsichtigen.) Die Zentralbanken haben zwar bekanntermaßen einen speziellen kurzfristigen Zinssatz in ihrem eigenen Land gut unter Kontrolle. Dieser kurzfristige Zinssatz hat Einfluß auf andere Zinssätze. Aber der Zusammenhang mit dem langfristigen Zinssatz am anderen Ende der Renditenstrukturkurve ist nicht nur schwach, er ist selbst vom Vorzeichen her unbestimmt. Andere Einflüsse auf die nominalen langfristigen Zinssätze, die die erwünschten Effekte der Geldpolitik leicht aufwiegen können, sind die Inflationserwartungen und die internationalen Kapitalströme (die wiederum auf Zinsdifferenzen zwischen und Zinserwartungen in verschiedenen Ländern sowie auf Wechselkurserwartungen reagieren). Darüber hinaus sind die nominalen langfristigen Zinsen im privaten und öffentlichen Spar- und Investitionsverhalten verwurzelt und werden somit vom realen Ertrag des Produktivkapitals beeinflußt.

Es ist daher kaum zu erkennen, wie eine internationale Koordinierung jemals erfolgreich die nominalen langfristigen Zinssätze als ihre Zielgröße benutzen könnte, ganz abgesehen von der Tatsache, daß die großen Unterschiede zwischen den konjunkturellen Situationen der größten Industrieländer gegenwärtig offensichtlich ein gleichgerichtetes Vorgehen ohnehin ausschließen würden. Hiermit soll nicht bestritten werden, daß die rückläufigen Sparquoten in der westlichen Welt Anlaß zur Sorge geben, da sie dem nichtinflationären Wachstum gefährlich enge Grenzen setzen, indem sie die langfristigen Zinssätze vermutlich für eine gewisse Zeit hoch halten werden. Der Punkt ist vielmehr, daß die Geldpolitik dagegen nichts tun kann.

Von viel größerer Bedeutung ist jedoch die Frage, ob die Verantwortlichen

gut beraten sind, sich auf das ihrer Meinung nach am „meisten gefährdete“ Ziel zu konzentrieren, z.B. auf die Inflation, wenn sie außer Kontrolle zu geraten droht, und auf das Wachstum, wenn die Wirtschaft in einer Flaute steckt. Diese Frage hat Ähnlichkeit, ist aber nicht identisch mit jener nach der bereits diskutierten Wahl zwischen antizyklischen und mittelfristigen Strategien. Es mag sich lohnen, sie aus einem anderen Blickpunkt zu beleuchten. Sich immer auf das am meisten gefährdete Ziel zu konzentrieren hieße tatsächlich, einige der grundlegendsten Einsichten der letzten zwei Jahrzehnte hinsichtlich der Geldpolitik zu ignorieren: die komplexe zeitliche Dimension der Prozesse, die die Geldpolitik zu beeinflussen sucht, die entscheidende Rolle der Erwartungen und was dazu gehört, den Währungsbehörden Glaubwürdigkeit zu verschaffen – drei Dinge, die eng miteinander verknüpft sind.

So banal eine solche Bemerkung auch erscheinen mag, es ist wichtig, in Erinnerung zu behalten, daß die zu jedem beliebigen Zeitpunkt beobachtete Wirtschaftstätigkeit das Produkt unzähliger Entscheidungen ist, die über eine lange Zeitspanne getroffen worden sind, einige erst kürzlich, andere Jahre, Jahrzehnte und, bedenkt man die Probleme der Bodenerosion infolge der Entwaldungen in einigen Ländern oder den Bau der Eisenbahnen, sogar Jahrhunderte zuvor. Ähnlich werden Entscheidungen, die gegenwärtig auf der Basis augenblicklicher Vorstellungen von wirtschaftlichen Entwicklungen und zukünftiger Politik gefällt werden, noch auf Jahre hinaus Wirkungen zeigen. Dies liegt auf der Hand für die Realwirtschaft, gilt aber ebenfalls in hohem Maße, wenn auch in einer anderen Dimension, für den Preisbildungsprozeß.

Preise auf Fertigproduktmärkten spiegeln selten nur aktuelle Angebots- und Nachfragebedingungen wider. Anbieter entscheiden über ihre Preisforderungen teilweise auf der Basis früher angefallener Kosten und teilweise auf der Grundlage absehbarer Wiederbeschaffungskosten. Die Preise auf Märkten für Zwischenprodukte und Produktionsfaktoren gründen noch stärker auf früheren Entscheidungen und auf Vorstellungen über zukünftige Wirtschaftsentwicklungen und -maßnahmen. Daher bedarf es, um einen spürbaren Einfluß auf den Preisbildungsprozeß zu haben, einer beharrlichen Politik, die einen stabilisierenden Einfluß auf eine ganze Bandbreite von im Zeitablauf zu treffenden Entscheidungen ausübt.

Erwartungen sind ein grundlegendes Element im Preisbildungsprozeß. Wie komplex auch immer ihre Entstehung sein mag, so kann es doch kaum Zweifel geben, daß Preiserwartungen im wesentlichen die Erinnerung an vergangene Preisentwicklungen in Projektionen für die Zukunft umsetzen. Eine zufriedenstellende Preisentwicklung in der Vergangenheit bildet die Grundlage politischer Glaubwürdigkeit, die hilft, die Inflationserwartungen niedrig zu halten, wenn sie nicht durch neue Entwicklungen untergraben wird. Kurz gesagt: Man kann von einer Politik, die gemäß den sich wandelnden Vorstellungen über das am meisten gefährdete Ziel häufig ihre Richtung ändert, nicht erwarten, daß sie auch nur eines ihrer Ziele erreicht; andererseits aber kann eine Politik, die unbeirrt beibehalten wird, die Chance bieten, Inflation gänzlich auszumerzen – zu Kosten (in Form geopferter Produktion), die angesichts der zu erwartenden langfristigen Vorteile aus einem reibungsloseren Funktionieren des Marktmechanismus nicht unangemessen hoch zu sein brauchten.

Dieses ehrgeizige Ziel ist in jüngster Zeit, zumindest in einigen Ländern, aus dem Reich der Utopie in die politische Arena gerückt. Selbstverständlich würde Stabilität des allgemeinen Preisniveaus nicht bedeuten, daß alle Preise unveränderlich sind. In einem gut funktionierenden Preissystem variieren Produkt- und Faktorpreise entsprechend den Veränderungen der relativen Nachfrage und Kosten, obwohl über längere Zeiträume meist relative Kostenstrukturen die Preisstrukturen bestimmen. Dies zeigt sich deutlich an den relativen Preisrückgängen über die letzten Jahrzehnte im verarbeitenden Sektor, in dem rasche technologische Fortschritte und die Vorteile der Massenproduktion die Kostenentwicklung bestimmt haben; dagegen stiegen die relativen Preise in den meisten Dienstleistungssektoren, in denen das Produktivitätswachstum weniger ausgeprägt gewesen ist. In einem Umfeld moderater Inflation wie in den achtziger Jahren äußern sich die meisten relativen Preisveränderungen in unterschiedlichen Preissteigerungsraten, während sie in einem inflationsfreien Umfeld aus dem Rückgang einiger und dem Anstieg anderer Preise resultieren. Es ist darauf hingewiesen worden, daß eine qualitative Verzerrung bei den Berechnungen des Preisniveaus impliziere, daß Inflationsraten im Bereich von 1–2% praktisch gesehen mit Preisstabilität gleichgesetzt werden könnten. Gleichwohl bringt der Schritt von einem Umfeld niedriger oder moderater Inflation zu einem ohne Inflation einen wichtigen psychologischen Wandel mit sich: Unveränderte Preise werden zur Durchschnittsnorm erhoben, und Preisflexibilität muß nach unten wie nach oben symmetrisch sein, wenn kostspielige Produktionsverluste vermieden werden sollen.

Ein grundlegendes Problem ist, daß Preisflexibilität oft nicht symmetrisch ist; vielmehr beobachtet man eine erhebliche Unbeweglichkeit der Preise und Löhne nach unten – da Unternehmen und Beschäftigte eine starke Abneigung gegen eine Senkung zuvor festgesetzter Normen haben, es sei denn, sie geraten unter starken und andauernden Wettbewerbsdruck. Hingegen gibt es wenig derartige Beschränkungen für Preissteigerungen. Dieses Problem verstärkt sich, wenn die Wirtschaft durch spürbare Schocks getroffen wird, so daß schnelle und womöglich große relative Preisänderungen notwendig werden, um das Wachstum vor Stagnation und die Arbeitslosigkeit vor einem Anstieg zu bewahren. Teilweise aus diesen Gründen hat es sich in den vergangenen Jahrzehnten als sehr schwierig erwiesen, mehr als nur eine niedrige Inflationsrate zu erreichen und tatsächliche Preisstabilität durchzusetzen – selbst in Ländern mit den größten Erfolgen auf diesem Feld. Überdies wurde die niedrigste Inflationsrate (rund 2%) in den industrialisierten Volkswirtschaften während des letzten Vierteljahrhunderts im Jahr 1986 vor allem aufgrund des starken Rückgangs der Rohstoffpreise, in erster Linie des Ölpreises, erreicht. Dieser Rückgang der Importpreise hat den rascheren Anstieg der Preise der im Inland produzierten Güter teilweise ausgeglichen und damit die Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus gedämpft, den zugrundeliegenden Inflationstrend aber nicht berührt.

Aus all diesem sollte deutlich werden, warum es die Zentralbanken – selbst wenn sie volle Unabhängigkeit von der Regierung genießen, mit großer Klugheit handeln und außergewöhnliche Überzeugungskraft besitzen – schwierig finden, das Ziel absoluter Preisstabilität zu verfolgen. Bestimmte Voraussetzungen müßten erfüllt sein. Eine offensichtliche Voraussetzung ist ein ausreichendes

Maß an sozialem Konsens, da in einer Welt, in der unvermeidbare Preisanstiege durch Preisrückgänge ausgeglichen werden müßten, einzelne soziale Gruppen die Konsequenzen sehr unterschiedlich zu spüren bekommen. Noch stärker fällt ins Gewicht, daß der Tradeoff zwischen kurzfristigen Kosten und langfristigem Nutzen verschiedene Teile der Gesellschaft unterschiedlich trifft. Schließlich ist es auch erforderlich, daß Regierungen und Gesetzgeber die Notwendigkeit akzeptieren, trotz der Fesseln des Wahlzyklus mit einem längeren Zeithorizont zu arbeiten.

Dies sind gewaltige Voraussetzungen, mit deren Erfüllung zu rechnen hoffnungslos unrealistisch erscheinen mag. Aber wäre eine derart pessimistische Schlußfolgerung gerechtfertigt? Vielleicht nicht: Verschiedene Entwicklungen, die zu gleichen Schlußfolgerungen führen, geben ein Fünkchen Hoffnung. Wie die Umweltschutzdiskussion zeigt, ist es durchaus nicht unmöglich, große Teile der Bevölkerung zu überzeugen, daß die systematische Geringschätzung zukünftiger Interessen einer Korrektur bedarf. Sicherlich hat dies Zeit und lange Diskussionen gekostet, aber ein Wandel in der öffentlichen Meinung *hat* stattgefunden. Ähnliches hat sich auch bei der öffentlichen Einstellung zur Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung ereignet. Ein grundlegender Wandel in der öffentlichen Einschätzung könnte durchaus höhere Ansprüche an die Verantwortlichen in bezug auf eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung signalisieren. Von noch größerer direkter Relevanz ist das Verhalten der Anleihemärkte. Deren Teilnehmer haben sich inzwischen weltweit einen viel längeren Zeithorizont zu eigen gemacht – mit einem starken, wohlbegründeten Interesse an der zukünftigen Inflationsentwicklung. Sie sind in der Lage, allen politischen Entscheidungsträgern eine überzeugendere Nachricht über die Angemessenheit der Geldpolitik zukommen zu lassen als jede akademische Spekulation über das tolerierbare Inflationsniveau.

Basel, 23. Mai 1991

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Generaldirektor

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1991

Bilanz vom 31. März 1991

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

Aktiva		
Gold		4 860 628 212
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken		7 011 311
Schatzwechsel		2 461 195 866
Terminguthaben und Kredite		
Gold		
bis zu 3 Monaten	181 974 060	
von mehr als 3 Monaten	207 848 580	
Währungen		
bis zu 3 Monaten	27 803 472 834	
von mehr als 3 Monaten	<u>2 800 208 600</u>	
		30 993 504 074
Staats- und andere Wertpapiere		
bis zu 3 Monaten	5 141 064 013	
von mehr als 3 Monaten	<u>2 242 856 800</u>	
		7 383 920 813
Verschiedenes		12 879 652
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung		<u>1</u>
		<u>45 719 139 929</u>

Anmerkung 1:

Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Anmerkung 2:

Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1991: 137 720 955 Goldfranken.

Vor Nach
Verwendung
des Reingewinns

Passiva

Stammkapital

Genehmigt: 600 000 Aktien je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000
Begeben: 473 125 Aktien	1 182 812 500
mit 25%iger Einzahlung	

295 703 125

295 703 125

Reserven

Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	622 416 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	39 530 055
Freier Reservefonds	488 466 872

1 180 483 397

30 070 313
646 716 157
39 530 055
545 166 872
1 261 483 397

Einlagen (Gold)

Zentralbanken	
auf Sicht	4 399 417 003
bis zu 3 Monaten	51 224 811

Andere Einleger

auf Sicht	399
-----------------	-----

4 450 642 213

4 450 642 213

Einlagen (Währungen)

Zentralbanken	
auf Sicht	2 106 981 016
bis zu 3 Monaten	33 140 509 953
von mehr als 3 Monaten	938 196 164

Andere Einleger

auf Sicht	38 046 718
bis zu 3 Monaten	2 182 066 504

38 405 800 355

38 405 800 355

Vorsorgesystem des Personals

150 051 390

150 051 390

Verschiedenes

1 121 566 666

1 121 566 666

Gewinn- und Verlustrechnung

114 892 783

—

Dividende, zahlbar am 1. Juli 1991

—

33 892 783

45 719 139 929

45 719 139 929

*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 1991 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.

Basel, 26. April 1991

PRICE WATERHOUSE

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1991 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen 175 681 702

Abzüglich: Verwaltungskosten

Verwaltungsrat	759 571	
Direktion und Personal	27 915 205	
Geschäfts- und Bürokosten	12 940 194	<u>41 614 970</u>

Geschäftsertrag 134 066 732

Abzüglich: Zuweisungen an

Rückstellung für außerordentliche		
Verwaltungskosten	4 173 949	
Rückstellung für Bauvorhaben	10 000 000	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und		
die Erneuerung der Geschäftsausstattung	5 000 000	<u>19 173 949</u>

Reingewinn für das am 31. März 1991
abgeschlossene Geschäftsjahr 114 892 783

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung,
den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie
folgt zu verwenden:

Dividende: 200 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien	<u>33 892 783</u>
	81 000 000

Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>24 300 000</u>
	56 700 000

Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>56 700 000</u>
	<u> </u>

Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1991 abgelaufenen Geschäftsjahres
(in Goldfranken)

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1990–91

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1990 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1989–90	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1990–91	—	24 300 000	—	56 700 000
Stand am 31. März 1991 laut Bilanz	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1991 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 384 559	662 087 684
Währungen	—	895 098 838	895 098 838
	295 703 125	1 261 483 397	1 557 186 522

Verwaltungsrat

Bengt Dennis, Stockholm
Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

Bernard Clappier, Paris
Stellvertretender Vorsitzender

Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Dr. Lamberto Dini, Rom
Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Jacques de Larosière, Paris
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London
Dr. Markus Lusser, Zürich
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London
Alfons Verplaetse, Brüssel
Philippe Wilmès, Brüssel

Stellvertreter

A.D. Crockett, London, oder
M.D.K.W. Foot, London
Dr. Antonio Fazio, Rom, oder
Dr. Carlo Santini, Rom
Philippe Lagayette, Paris, oder
Francis Cappanera, Paris
Jean-Jacques Rey, Brüssel
Dr. Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M., oder
Dr. Wolfgang Rieke, Frankfurt a.M.

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
Marten de Boer	Direktor, Bankabteilung
Jean Vallet	Stellvertretender Generalsekretär
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Generalsekretariat
Dr. H.W. Mayer	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Kurt Spinnler	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Prof. Dr. Mario Giovanoli	Rechtsberater, Stellvertretender Direktor
Dr. Joseph R. Bisignano	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, EFWZ-Agent
P.C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Tullio Pollonio	Beigeordneter Direktor, Chefbuchhalter
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Alexander Radzyner	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Claude Sivy	Beigeordneter Direktor, Controller Operationelle Sicherheit
Günter Pleines	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Robert von Werra	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Gunter D. Baer	Generalsekretär des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EWG

